

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO



MESTRADO EM: Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais

EXISTE SOBREVALORIZAÇÃO DOS GANHOS DE CURTO PRAZO NO MERCADO ACCIONISTA PORTUGUÊS?

MIGUEL ALEXANDRE REBOIXO COELHO

Orientação: Prof. Doutor Pedro Luís Pereira Verga Matos, Prof. Auxiliar,
ISEG, Departamento de Gestão

Júri:

Presidente: Prof. Doutor Eduardo Barbosa do Couto, Prof. Auxiliar, ISEG,
Departamento de Gestão

Vogais: Prof. Doutor Pedro Luís Pereira Verga Matos, Prof. Auxiliar,
ISEG, Departamento de Gestão
Mestre Pedro Nuno Rino Carreira Vieira, Assistente, ISEG,
Departamento de Gestão

Novembro 2010

ÍNDICE GERAL

Lista de Gráficos.....	ii
Lista de Quadros.....	iii
Agradecimentos	iv
Resumo	v
Abstract	vi
1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura.....	4
2.1 Evidências da miopia	4
2.2 Causas da miopia.....	8
2.3 Consequências da miopia.....	13
3. Caracterização do Mercado de Capitais Português.....	19
4. Valor Fundamental da Empresa – Modelo de Avaliação	23
4.1 Preço de uma Acção.....	23
4.2 Estimação do Modelo para Teste à Miopia de Mercado	24
5. Dados	27
5.1 Preço das acções, estimativas do book value e dos ganhos/ resultados.....	27
5.2 Taxa de Actualização – Custo de Oportunidade do Capital	29
6. Resultados Empíricos.....	34
6.1 Primeira definição de curto prazo	34
6.2 Segunda definição de curto prazo.....	40
6.3 Limitações.....	44
7. Conclusão	46
8. Referências Bibliográficas.....	49
9. Anexos.....	54

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Rendibilidade, Volatilidade e Valor das Transacções do PSI20.....	20
Gráfico 2 – Estrutura do Mercado Accionista.....	21
Gráfico 3 – Financiamento do Investimento em Portugal.....	22

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – N° de empresas por ano.....	29
Quadro 2 – Betas das empresas.....	31
Quadro 3 – Prémio de risco.....	32
Quadro 4 – Estatística Durbin – Watson (Curto prazo = 1 ano).....	35
Quadro 5 – Teste Heterocedasticidade (Curto prazo = 1 ano).....	36
Quadro 6 – Relevância estatística dos parâmetros (Curto prazo = 1 ano).....	37
Quadro 7 – Caracterização anual do mercado (Curto prazo = 1 ano).....	38
Quadro 8 – Testes à miopia na totalidade do período (Curto prazo = 1 ano).....	39
Quadro 9 – Estatística Durbin – Watson (Curto prazo = 2 anos).....	40
Quadro 10 – Teste Heterocedasticidade (Curto prazo = 2 anos).....	41
Quadro 11 – Relevância estatística dos parâmetros (Curto prazo = 2 anos).....	41
Quadro 12 – Caracterização anual do mercado (Curto prazo = 2 anos).....	42
Quadro 13 – Testes à miopia na totalidade do período (Curto prazo = 2 anos).....	43

AGRADECIMENTOS

Terminada uma etapa particularmente importante da minha vida, quero expressar o meu imenso agradecimento a todos aqueles, que de diferentes formas e em diferentes momentos, contribuíram para a realização deste trabalho.

Ao Professor Doutor Pedro Verga Matos, o meu profundo agradecimento pela orientação prestada e pela preciosa ajuda na obtenção de diversos dados indispensáveis para esta tese.

Aos meus pais, a quem agradeço o apoio incondicional que sempre me deram e o investimento que fizeram na minha formação. Sem eles chegar até aqui não teria sido possível.

À Fátima pela paciência demonstrada, pelo tempo que abdicou e acima de tudo pelas palavras de encorajamento nos momentos difíceis. Espero poder retribuir.

À minha tia Natinha que desde muito cedo aguçou o meu gosto pelo estudo. Obrigado pela valiosa influência.

A duas pessoas muito especiais, de quem tenho muitas saudades e a quem muito devo aquilo que hoje sou. Ao meu avô Joaquim agradeço o exemplo de dedicação ao trabalho. À minha avó Guilhermina agradeço uma das mais importantes lições de vida: *O Saber não ocupa lugar.*

Finalmente agradeço a todos aqueles que alguma ajuda me deram e algum do seu conhecimento me transmitiram.

RESUMO

Um debate contínuo tem existido há vários anos sobre uma ineficiência específica dos mercados de capitais. Na literatura é conhecida por “*market myopic behavior*” ou “*market short-termism*”. Esta ineficiência é descrita como a preferência, por parte dos investidores, pelos ganhos de curto prazo em detrimento dos ganhos de longo prazo.

O objectivo deste trabalho foi verificar se no mercado accionista Português os investidores possuem a preferência acima referida, no período compreendido entre 2000 e 2008. Para tal, foi utilizado um modelo analítico que expressa o valor fundamental de uma empresa em função de componentes do balanço e da demonstração de resultados. Mais concretamente, estas componentes são: *book value* (valor patrimonial ou valor contabilístico dos capitais próprios) e estimativas dos resultados supra-normais (no curto e longo prazo).

As evidências obtidas, favorecem a hipótese de eficiência e consequente rejeição da miopia de mercado. Ou seja, os investidores atribuem igual peso a cada uma das componentes do valor fundamental da empresa. No entanto, quando estabelecemos o nível de confiança em 10%, verifica-se que os investidores atribuem maior peso ao valor patrimonial (*book value*). Ou seja, o que mais influencia o preço das acções e as suas variações é o valor já reconhecido nas contas da empresa.

Palavras-Chave: Miopia de mercado, Eficiência de mercado, *Book value*, Resultados supra-normais

ABSTRACT

For several years has been an ongoing debate about one such market inefficiency, namely, stock market myopic behavior or stock market short-termism. This inefficiency is described as a situation where the investors overvalue short-term earnings and undervalue long-term earnings.

Using an accounting-based valuation model that generates predictions about how prices should relate to book value, expected near-term and long-term earnings this work examines if the Portuguese stock market exhibit such preference for short-term earnings for the period between 2000 and 2008.

The evidence collected favors market efficiency and so we reject the claim of market myopia. The Portuguese stock market assigns the same weight for all the firms' value components. However, setting a 10% confidence level we found that investors overweight book value. So, what most influences the stock price and its changes is the portion of equity already recognized in prior years.

Keywords: Market myopia, Market efficiency, *Book value*, Abnormal earnings

1. INTRODUÇÃO

A eficiência dos mercados é um tema que pela sua amplitude e complexidade tem sido muito debatida na literatura em finanças. Segundo Fama (1970), um mercado eficiente é aquele em que os preços reflectem sempre a totalidade da informação disponível.¹ Dada a abrangência do tema, este trabalho foca-se num tipo específico de ineficiência de mercado, que é descrita como a preferência dos mercados de capitais (investidores) por ganhos de curto prazo em detrimento dos ganhos de longo prazo (ver p.e. Miles, 1993; Cuthbertson et al., 1997; Bushee, 2001; Abarbanell e Bernard, 2000).

A discussão sobre a preferência dos mercados de capitais pelos ganhos de curto prazo remonta, no mínimo, à década de 80 do século passado. Por essa altura, iniciou-se nos Estados Unidos da América (EUA) um vasto número de fusões e aquisições motivadas essencialmente por razões de engenharia financeira mais do que por quaisquer motivos estratégicos. As empresas Alemãs e Japonesas eram então vistas como mais competitivas do que as suas concorrentes Norte-Americanas, isto porque, se advogava que definiam estratégias para o longo prazo e não tinham entrado no ciclo crescente de fusões e aquisições que ocorreu nos EUA e que durou até ao início da década de 90.²

Como apresentado por Porter (1992), o modelo Norte-Americano era criticado por possuir um horizonte temporal curto, por um ineffectivo sistema de *Corporate Governance*³ e por um elevado custo do capital. As empresas Norte-Americanas eram acusadas de investir pouco em projectos de Investigação e Desenvolvimento (I&D), na formação dos seus colaboradores e em desenvolvimento organizacional, enquanto desperdiçavam recursos em fusões e aquisições sem fundamento. A prioridade era a valorização do preço das acções no curto prazo à custa do desempenho futuro dos negócios.

¹ O autor definiu três níveis de eficiência: 1º os preços reflectem toda a informação sobre preços passados (forma *fraca* de eficiência); 2º os preços reflectem não só o seu comportamento passado, como também toda a restante informação publicada (forma *semiforte* de eficiência); 3º os preços reflectem, para além da informação que é pública, a informação que pode ser obtida através de uma análise detalhada às empresas e à economia (forma *forte* de eficiência).

² TONELLO, M. "Revisiting Stock Market Short-Termism". The Conference Board, Research Report, No. R-1386-06-RR (Jul., 2005).

³ Shleifer e Vishny (1997) definem *Corporate Governance* como as formas através das quais os fornecedores de capital das empresas garantem que recebem o devido retorno do seu investimento. Gillan e Starks (1998) definem *Corporate Governance* como o sistema de leis, normas e procedimentos que controlam os negócios das empresas.

As evidências do problema nos EUA, entre outras, eram: o declínio da posição competitiva de algumas empresas Norte-Americanas face às suas concorrentes Alemãs e Japonesas; o menor investimento em instalações e equipamentos e em I&D comparativamente à Alemanha e ao Japão; queixas dos CEO's Norte-Americanos que referiam que as empresas que dirigiam tinham horizontes de investimento mais curtos devido às pressões dos mercados de capitais; um período de detenção de acções por parte dos investidores com diminuição significativa (de 7 anos em 1960 para 2 anos no início da década de 90) e o declínio do crescimento de longo prazo nos EUA.

Will Hutton descreve que a cultura empresarial da primeira metade do século XX, direccionada para o investimento, inovação, I&D e com coesão entre o trabalho e a gestão, deu lugar a uma cultura de engenharia financeira. Refere que aumentar o preço das acções é agora o objectivo principal dos administradores. Segundo o mesmo, surge assim uma nova lógica: os accionistas ao deterem a empresa colocam o seu dinheiro em risco, e como o único propósito da propriedade é a maximização dos lucros, o único propósito da empresa é maximizar o retorno financeiro para os detentores do capital.⁴

A percepção actual é a de que a cultura do curto prazo, do imediato, está instalada. A “bolha” bolsista do ano 2000 e mais recentemente a profunda crise e incerteza económica levantam questões sobre a falta de visão de longo prazo de empresas e investidores. A preocupação excessiva com os resultados trimestrais, a maximização dos resultados de curto prazo à custa dos de longo prazo, o abandono ou a não prossecução de estratégias que criem valor no futuro e a diminuição da performance das empresas num horizonte temporal mais vasto são interpretados como características da cultura do curto prazo. Ao nível da empresa esta cultura provoca o aumento do custo do capital, a um nível agregado conduz a um decréscimo nos investimentos de longo prazo e a uma perda de competitividade (Jacobs, 1991).

Na literatura existente este fenómeno é chamado de “miopia” e é dividido em dois tipos: “miopia” da gestão e “miopia” dos mercados de capitais. Este estudo incidirá sobre a última e procurará testar se de facto os mercados de capitais sobrevalorizam os ganhos de curto prazo. Ao sobrevalorizarem os ganhos de curto prazo os mercados poderão causar comportamentos “míopes” nos gestores, pois estes poderão ser induzidos a focar-se nos resultados imediatos para evitar o risco de um *takeover*⁵ (Stein, 1988). Assim, o estudo da problemática da “miopia” dos mercados poderá contribuir também com algumas respostas para o estudo da “miopia” da gestão.

⁴ HUTTON, W. “The Writing on the Wall: China and the West in the 21st Century”. Little Brown and Company (Sep., 2008).

⁵ *Takeover* é a designação anglo-saxónica que significa o processo de mudança do controlo de uma empresa através da compra de acções. O *takeover* pode ser amigável (quando há acordo entre as partes) ou hostil.

Apesar de não se tratar de um tema recente, o estudo da preferência dos mercados pelo curto prazo está limitado a algumas análises empíricas concentradas essencialmente nos mercados de capitais Norte-Americano e do Reino Unido (RU). Nestas análises, existe alguma evidência que suporta a hipótese de “miopia” destes dois mercados de capitais. No entanto, e de uma forma geral, a evidência empírica de todos estes estudos é escassa ou mesmo controversa.

A “miopia” dos mercados de capitais pode ser demonstrada de duas formas. Uma é a obtenção de evidência de que os mercados sistematicamente subestimam os fluxos monetários que ocorrerão em horizontes temporais mais distantes, e outra é a de que maiores taxas de actualização são aplicadas aos fluxos monetários esperados no longo prazo.⁶

Neste trabalho, procurar-se-á testar empiricamente a hipótese da preferência do mercado de capitais Português pelos ganhos de curto prazo, analisando se este subestima (sobrestima) os fluxos monetários esperados no longo prazo (curto prazo). A análise a efectuar proporciona dois contributos. Primeiro, contribui para a literatura existente sobre o fenómeno da “miopia” (p. e. Jacobs, 1991; Porter, 1992; Laverty, 1996). Segundo, dado que até à data não foi efectuado semelhante estudo sobre o mercado de capitais em Portugal, constitui um contributo para um maior conhecimento do mesmo.

O teste a efectuar será por oposição à hipótese de eficiência do mercado recorrendo para tal ao modelo utilizado por Abarbanell e Bernard (2000), que é uma adaptação do modelo de Ohlson (1995) e Feltham e Ohlson (1995).

No capítulo 2 apresenta-se uma revisão da literatura existente sobre o tema. No capítulo 3 faz-se uma breve caracterização e evolução do mercado de capitais em Portugal. De seguida, no capítulo 4, apresenta-se a metodologia a utilizar na análise empírica, sendo o capítulo 5 uma descrição dos dados utilizados e respectivas fontes. No capítulo 6 apresentam-se os resultados empíricos e no capítulo 7 as respectivas conclusões.

⁶ Para estudo da “miopia” através das taxas de actualização ver MILES, D. “Testing for short termism in the UK stock market”. *Economic Journal* 103 (1993), pp. 1379 – 1396.

2. REVISÃO DE LITERATURA

A existência desta perspectiva de curto prazo na economia tem sido aceite por muitos (investigadores, gestores, políticos). No entanto, esta questão não tem sido consensual e tem gerado debate. Alguns defendem a eficiência dos mercados e a sua capacidade em otimizar a relação entre desempenho de curto prazo e investimento de longo prazo (p.e. Jensen, 1986).

A discussão sobre a preferência dos mercados de capitais pelo curto prazo suscita, entre outras, as seguintes questões: Que provas temos sobre a sua existência? Quais as causas deste fenómeno? Que consequências poderá ter esta preferência nas empresas, na economia e na sociedade em geral?

2.1 Evidências da miopia

Para encontrar evidências sobre este fenómeno nos mercados de capitais foram efectuados alguns estudos empíricos, centrados fundamentalmente nos mercados dos EUA e RU.

Miles (1993) testou empiricamente no mercado de capitais do RU se as taxas de desconto aplicadas aos fluxos monetários de longo prazo, e implícitas nas valorizações de mercado, eram excessivamente elevadas quando comparadas com as taxas aplicadas aos fluxos monetários de curto prazo. Baseada numa amostra de 477 empresas não financeiras, no período compreendido entre 1980 e 1988, a análise empírica foi feita através da regressão do preço das acções. Os resultados obtidos indicam que as taxas aplicadas aos fluxos monetários de longo prazo são o dobro das taxas aplicadas aos fluxos de curto prazo. Neste estudo é assumido como pressuposto que o prémio de risco⁷ é diferente de empresa para empresa, mas é constante no tempo. Assim, os resultados encontrados podem também ser justificados como um aumento, ao longo dos anos, dos prémios de risco. Como referido por Miles, apesar dos resultados não provarem a existência inequívoca de “miopia dos mercados”, aqueles que não acreditam na existência deste fenómeno têm de explicar

⁷ Prémio de risco é a diferença entre a rendibilidade esperada do activo com risco e a rendibilidade do activo sem risco.

porque razão os fluxos monetários de longo prazo são aparentemente actualizados através de taxas mais elevadas.⁸

Também com base no mercado de capitais do RU, mais concretamente no índice de acções *Barclays De Zoete Wedd* (BZW), Cuthbertson et al. (1997), através da metodologia VAR (*Vector Autoregression*)⁹ testaram a eficiência do mercado contra a hipótese de “miopia” no período de 1918 – 1993. Os resultados alcançados indicam que dividendos e rendibilidades futuras são subestimados e mesmo com a variação do prémio de risco no tempo esta conclusão mantém-se. Como mencionado pelos autores, estes resultados são consistentes com os de Miles (1993), pois apesar dos dados obtidos não demonstrarem que existe claramente “miopia” apresentam características consistentes com esta hipótese.

Abarbanell e Bernard (2000) estudaram se o mercado de capitais Norte-Americano sobrevalorizava os ganhos de curto prazo em detrimento dos ganhos de longo prazo no período de 1978 – 1993. O teste foi feito por oposição à hipótese nula de eficiência de mercado com base numa amostra de empresas e através da aplicação e adaptação empírica do modelo de Ohlson (1995).¹⁰ Com este modelo, os autores efectuaram uma regressão linear dos preços das acções tendo como variáveis explicativas o *book value* das empresas e os ganhos supra-normais¹¹ esperados no curto e no longo prazo. O resultado deste teste favorece a hipótese de miopia, dado que os coeficientes de regressão do *book value*, dos ganhos supra-normais de curto prazo e dos ganhos supra-normais de longo prazo eram iguais a um, superiores a um e inferiores a um, respectivamente. No entanto, dada a possibilidade de erros/distorções nas estimativas dos resultados utilizadas para o teste mencionado, os autores recorreram a um segundo teste para verificarem se estes erros poderiam ter ou não enviesado os resultados obtidos.¹² No segundo teste efectuado, Abarbanell e Bernard efectuaram uma regressão das rendibilidades supra-normais acumuladas.¹³ Pretenderam analisar se estratégias de compra e venda de acções poderiam explorar as distorções nos preços causadas pela “miopia” de mercado. Apesar de não terem encontrado evidências de que os investidores pudessem ter lucrado

⁸ Satchell e Damant (1995) referem que as maiores taxas aplicadas aos fluxos de longo prazo encontradas por Miles devem-se ao facto de este não considerar a estrutura temporal do prémio de risco – taxas mais altas aplicadas aos fluxos de longo prazo devem-se ao aumento dos prémios de risco. No entanto, Miles (1995) apresenta uma resposta a esta posição, e através do mesmo modelo de Satchell e Damant, mostra que ao considerar-se o prémio de risco como variável ao longo do tempo estas variações não são suficientes (em grandeza) para explicar o facto de as taxas aplicadas a fluxos de longo prazo serem o dobro das aplicadas aos fluxos mais imediatos.

⁹ Metodologia introduzida por Campbell e Shiller (1987, 1988 e 1989).

¹⁰ Modelo analítico que mostra que o valor fundamental de uma empresa pode ser expresso em termos de componentes fundamentais do balanço e da demonstração de resultados.

¹¹ Sendo R_{it} o resultado da empresa i no momento t e $E(R_{it})$ o resultado esperado da empresa i para o momento t , então $RA_{it} = R_{it} - E(R_{it})$ é o resultado supra-normal da empresa i no momento t (Barber e Lyon, 1997). O resultado supra-normal não é mais do que o resultado do período abatido do custo do capital multiplicado pelo *book value*.

¹² Os erros a que os autores se referem são: os analistas da base de dados consultada (*Value Line*) fornecerem também estimativas “míopes” dos ganhos; as estimativas apresentadas pelos analistas da *Value Line* serem ineficientes (erradas devido a uma incapacidade dos analistas efectuarem previsões de resultados a ocorrer em horizontes temporais mais distantes).

¹³ Como definido por Barber e Lyon (1997), rendibilidade supra-normal acumulada da empresa i , estimada durante o período temporal de t a T : $CAR_{iT} = \sum RA_{it}$, sendo RA_{it} a rendibilidade supra-normal da empresa i no momento t .

com empresas para as quais só se perspectivavam ganhos no longo prazo, e que por tal se encontravam subvalorizadas (hipótese de “miopia”), foram contudo encontradas rendibilidades positivas para uma carteira de acções constituída por empresas com elevados ganhos supra-normais esperados para os próximos um a quatro anos (especialmente acima de um ano). Esta evidência foi explicada pelos autores não como um sinal de “miopia de mercado” mas sim como uma compensação para um factor de risco não identificado. Pelo facto dos resultados suscitarem dúvidas sobre se a preferência pelos ganhos imediatos por parte dos mercados influencia os gestores a investir em projectos de curto prazo em detrimento daqueles com um horizonte temporal mais longínquo, os autores avançam como hipótese que outras razões, como por exemplo a assimetria de informação entre investidores e gestores, podem resultar num menor investimento em projectos de longo prazo.¹⁴

Bushee (2001), tendo por base o mercado de capitais Norte-Americano, centrou-se num grupo de investidores, os investidores institucionais, e em vez de os tratar de forma homogénea abordou dois grupos frequentemente referidos como tendo preferências de curto prazo: “*transient*” institutions¹⁵ e *bank trusts*. Dividindo o valor da empresa em três componentes – *book value*, ganhos supra-normais esperados no curto prazo e valor esperado no longo prazo – e usando a adaptação empírica do modelo de Ohlson (1995) feita por Abarbanell e Bernard (2000) para uma amostra de 10.380 empresas no período de 1980 a 1992, o autor testou se estes investidores preferiam ganhos de curto prazo em detrimento da criação de valor no longo prazo.¹⁶ Através do trabalho efectuado são apresentadas duas conclusões: (1) estes dois tipos de investidores institucionais exibem fortes preferências pelos ganhos de curto prazo¹⁷; (2) proporções consideráveis de capital detidas por “*transient*” institutions estão associadas a uma significativa sobrevalorização dos ganhos de curto prazo que compõem o valor das acções. Os investidores retratados nestas conclusões, não só exibem preferências pelos resultados de curto prazo, como também estas preferências aliadas a participações significativas no capital das empresas têm influência significativa na formação dos preços das acções com maior peso para a componente de curto prazo.

No entanto, indo ao encontro do que é também referido por Abarbanell e Bernard (2000), a regressão sobre os preços das acções pode ser enviesada por erros nas estimativas dos resultados

¹⁴ Ver Froot, Perold e Stein (1992) e Stein (1989).

¹⁵ Bushee (1998) classifica os investidores institucionais segundo os seus comportamentos de transacção passados e utiliza como métricas a rotação de activos na carteira, a diversificação dos investimentos e o momento da compra/venda de activos. Segundo esta classificação “*transient*” institutions são todas aquelas instituições com uma carteira de activos muito diversificada, com alta rotação de activos (compra e venda) e com tendência a aumentar as suas participações em empresas que tenham bons resultados recentes.

¹⁶ Para este teste o autor acrescentou ao modelo referido, além de diversas variáveis de controlo, uma variável que representa o nível de participação destes dois tipos de investidores nas empresas.

¹⁷ Para a regressão das participações de investidores institucionais os coeficientes dos ganhos esperados para o próximo ano são positivos e os coeficientes dos ganhos esperados no longo prazo (para além do próximo ano) são negativos para estes dois tipos de investidores.

futuros. Para determinar se existe de facto “miopia” ou se existem erros nas estimativas o autor efectuou um teste às rendibilidades futuras¹⁸. Se a distorção nos preços é provocada por erros nas estimativas então não são de esperar futuras rendibilidades supra-normais, mas se as distorções nos preços são causadas por preferências de curto prazo então esta distorção é revertida à medida que os ganhos esperados para o futuro começam a ser realizados, ou seja à medida que o longo prazo se torna curto prazo, gerando assim futuras rendibilidades supra-normais. Os resultados encontrados reforçam a segunda hipótese apresentada, pois foram encontradas rendibilidades supra-normais futuras para uma estratégia de transacção baseada em empresas com ganhos esperados no longo prazo e com significativas percentagens de capital detidas por “*transient*” institutions.

Estas conclusões fornecem suporte para a afirmação de que os gestores sentem-se pressionados pelos investidores para a maximização dos ganhos de curto prazo, principalmente gestores de empresas com grande participação de “*transient*” institutions.

Numa perspectiva mais global, Black e Fraser (2002) testaram através do modelo do CAPM (Capital Asset Pricing Model) e da metodologia VAR, utilizada por Campbell e Shiller (1987, 1988 e 1989) e Cuthbertson et al. (1997), se os mercados de capitais da Alemanha, Austrália, Estados Unidos, Japão e Reino Unido sobrestimam os fluxos monetários de curto prazo em detrimento dos de longo prazo, no período de 1973 – 1999. Considerando um horizonte temporal de 5 anos para os fluxos monetários e um prémio de risco variável ao longo do tempo, os resultados demonstram que existe algum grau de “miopia” nos mercados estudados dado que as expectativas dos fluxos futuros são subestimadas face ao *benchmark* CAPM, embora com menor incidência na Alemanha, Estados Unidos e Japão comparativamente com a Austrália e Reino Unido – na Alemanha os fluxos esperados são subestimados em 4%, na Austrália em 35,86% e no Reino Unido em 86,8%. Já para um horizonte temporal infinito, concluem que a grande diferença é o facto de o grau de “miopia” do mercado Norte-Americano estar agora mais próximo do nível da Austrália e Reino Unido, o que indica que quanto maior o horizonte temporal maior o grau de “miopia” nos mercados dos EUA. De todos os mercados aquele que apresenta maior preferência pelos fluxos monetários de curto prazo é o mercado do Reino Unido.

¹⁸ Regressão das rendibilidades supra-normais acumuladas sobre a interacção de elevadas proporções de capital detidas por estas instituições e ganhos acumulados esperados no curto e longo prazo.

2.2 Causas da miopia

A preferência dos mercados de capitais pelos ganhos imediatos tem sido apontada por alguns como causadora de comportamentos “míopes” na economia em geral e na gestão em particular. Mas uma questão coloca-se: Quais as causas para a “miopia” dos mercados?

Esta concentração no curto prazo pode ser causada, por exemplo, pelas necessidades de liquidez dos investidores, pelos critérios de avaliação de gestores de fundos de investimento, ou por dificuldades em financiar projectos de longo prazo derivadas das imperfeições dos mercados de capitais (Vives, 1995). Outros autores apontam como causas a estrutura e o tipo de accionistas, as características dos sistemas financeiros, a natureza e conteúdo da informação divulgada pelas empresas, o papel dos analistas financeiros e a assimetria de informação.

Para uma melhor compreensão do debate e das causas da preferência pelo curto prazo Laverty (1996) apresenta uma caracterização do fenómeno assente em cinco categorias: 1) práticas de gestão incorrectas; 2) oportunismo da gestão; 3) “miopia” dos mercados de capitais; 4) *fluid and impatient capital*¹⁹; 5) assimetria de informação. Enquanto que as duas primeiras características estão relacionadas com a “miopia” de gestão, a terceira refere-se à “miopia” dos mercados, a quarta pode resultar da preferência dos mercados pelo curto prazo e a última relaciona-se com ambas as formas de “miopia”.²⁰ Tendo por base esta estrutura, nomeadamente as últimas três características enunciadas por Laverty, apresenta-se de seguida um conjunto de explicações sobre as causas da “miopia” dos mercados existente na literatura.

Ao abordar a problemática da “miopia”, Porter (1992) identifica quatro atributos que definem os mercados de capitais: 1) a estrutura accionista (tipo de investidores e proporção de capital detido); 2) objectivos dos proprietários/ accionistas e dos gestores; 3) formas de monitorização e avaliação das empresas; 4) o modo como os detentores do capital e os seus agentes (administradores) podem influenciar os comportamentos da gestão. Estes atributos, para além de outros, são utilizados pelo

¹⁹ Manteve-se a expressão anglo-saxónica pois não existe uma tradução para português que mantenha o significado preciso. A tradução para português seria: capital líquido e impaciente.

²⁰ A assimetria de informação (ou seja, quando os gestores sabem mais sobre a empresa do que os investidores), pode causar ambas as formas de “miopia”. Segundo Laverty (1996), pode acontecer que nem os gestores nem os investidores tenham uma preferência implícita pelos resultados de curto prazo, no entanto dada a falta de informação completa sobre as perspectivas de longo prazo na posse dos investidores, o desempenho de curto prazo é um meio através do qual os gestores sinalizam a qualidade da sua gestão.

A assimetria da informação cria um problema se os investidores não acreditam que as acções dos gestores são do seu interesse. Esta desconfiança, como Stein (1989) referiu, é baseada na assimetria de informação, que permite aos gestores inflacionar os resultados presentes por conta dos resultados futuros. No período actual, os investidores não sabem quanto do resultado é do período corrente e quanto foi feito à custa de resultados futuros. Os gestores enfrentam o dilema do prisioneiro: eles podem não querer tomar decisões “míopes” para aumentar os lucros actuais, mas os investidores entendem que qualquer gestor é capaz de passar o lucro entre exercícios sem ser detectado. Porque os gestores não têm alternativas para demonstrar o valor da empresa, o resultado é o excesso de investimento em projectos que melhoram o desempenho de curto prazo e a diminuição dos investimentos que proporcionem lucros no longo prazo.

autor para explicar a perda de competitividade e o foco excessivo no curto prazo da economia Norte-Americana quando comparada com as economias da Alemanha e do Japão. Segundo Porter, nos EUA os fundos disponibilizados pelos investidores movem-se rapidamente de empresa para empresa baseados em percepções de oportunidades para ganhos de curto prazo (*“fluid capital”*). Os principais responsáveis são os investidores institucionais que têm ganho maior peso nos mercados. Este tipo de investidores, com as suas carteiras altamente diversificadas e de elevada rotação, possuem apenas objectivos financeiros e como os seus gestores são avaliados pelo seu desempenho no imediato compreensivelmente concentram-se na valorização de curto prazo dos seus investimentos (acções). Contrariamente, na Alemanha e no Japão as empresas têm como principais accionistas os bancos e outras empresas. Ambos detêm participações significativas e por longos períodos de tempo (*“dedicated capital”*) e como tal possuem os incentivos e a habilidade para se envolverem nos negócios das suas empresas. As suas principais preocupações são a sustentabilidade futura da empresa e a sua valorização no longo prazo.

Argumentos semelhantes são apresentados por Charkham (1995). Numa caracterização e análise comparativa entre os sistemas de *Corporate Governance* dos EUA, Alemanha, Japão, França e RU, o autor refere que tanto na Alemanha como no Japão os bancos ao possuírem participações importantes no capital das empresas e ao concederem consideráveis empréstimos estabelecem com estas relações de parceria duradouras e orientadas para o crescimento e sustentabilidade. Também as participações cruzadas entre empresas assentam na lógica do crescimento futuro e das relações sólidas. Aliás, este facto torna-se evidente pelo reduzido número de *takeovers* que ocorrem em ambos os países. Já nos EUA, com um mercado de capitais muito mais dinâmico que o Alemão ou o Japonês, os investidores particulares e institucionais são em maior proporção, no entanto quanto ao seu envolvimento nas empresas existem duas particularidades: a) os particulares, à excepção de investidores muito ricos ou com consideráveis participações, enfrentam o *“free rider problem”*, ou seja, mesmo que tivessem o conhecimento e a motivação, um envolvimento mais activo seria oneroso pois estariam a incorrer em custos para um posterior benefício público (dos outros accionistas); b) os investidores institucionais estão mais preocupados com a rendibilidade dos seus investimentos, desta forma se os mesmos não forem rendíveis serão vendidos, mas mesmo que haja pretensão de exercer alguma influência sobre as empresas esta está limitada pelas carteiras de investimento altamente diversificadas.

Os investidores institucionais têm sido apontados como um dos principais elementos responsáveis pela perspectiva de curto prazo.²¹ Alguns autores alegam que estes investidores possuem uma preferência pelos resultados imediatos. A criação de valor no longo prazo é ignorada e os projectos de risco e/ou longa duração são evitados.

Como referido por Keasey et al. (1997), problemas de agência existentes entre os gestores de fundos institucionais e os beneficiários desses fundos (aforradores) podem levar à concentração e procura de ganhos de curto prazo. Aliás, pode ser de difícil compatibilização o papel dos investidores institucionais enquanto accionistas com o papel de investidor, em que o objectivo principal é maximizar a rendibilidade para os aforradores. A lógica do mercado de capitais, em concreto o mercado do RU mencionado pelos autores, é de curto prazo, com as acções a serem vistas como um veículo de investimento quer pelos investidores institucionais quer por pequenos investidores particulares. Mesmo a relação entre o mercado de capitais e as empresas tem sido encarada sob a óptica do investimento. Ambas as partes, investidores e empresas, vêem o mercado através de uma perspectiva de curto prazo, em que o importante é o preço e a disponibilidade de capital. Tal visão, não favorece um directo envolvimento nos negócios das empresas por parte dos fornecedores de capital. Está estabelecida a lógica do “*exit*” ao invés da lógica de “*voice*”.²²

Na actualidade, os investidores institucionais são dos principais intervenientes, senão o principal, nos mercados de capitais. Em 2007, estes investidores representavam 22% da estrutura accionista num conjunto de 27 mercados europeus, só ultrapassados por investidores estrangeiros com 37%.²³ Tendo este tipo de investidores um papel de referência nos mercados, a adopção de uma estratégia de maior activismo accionista com posições de longo prazo e redução do volume de transacções poderá provocar problemas de liquidez nos mercados com grande impacto na sua eficiência (Keasey et al., 1997). Estamos pois, perante uma escolha entre liquidez de mercado e maior envolvimento accionista. Bhidé (1993) defende que a liquidez de mercado proporciona um clima de “miopia”. As leis introduzidas nos EUA para proteger os pequenos accionistas restringiram o papel dos intermediários financeiros no governo das empresas e encorajaram a fragmentação das suas carteiras de investimento. Também os grandes accionistas particulares foram encorajados a fragmentar e diversificar as suas participações.²⁴ Assim, à medida que aumenta a fragmentação

²¹ Existem investidores institucionais dedicados à monitorização activa das empresas em que detêm participações e com horizontes temporais de longo prazo – Bushee (1998) e Gaspar et al. (2005).

²² Hirschman (1970) definiu três formas de activismo accionista: *exit*, *voice* e *loyalty*. *Exit* – os accionistas vendem a sua participação; *voice* – os accionistas mantêm a sua participação e mostram a sua insatisfação junto da administração; *loyalty* – os accionistas mantêm a sua participação e não tomam nenhuma atitude.

²³ FEDERATION OF EUROPEAN SECURITIES EXCHANGES. “Share Ownership Structure in Europe”. Dec., 2008.

²⁴ Requisitos para a divulgação de informação, regras sobre “*insider trading*”, regras para eliminar a manipulação de mercado, regulação dos intermediários financeiros (bancos).

accionista, aumenta também a liquidez do mercado mas assiste-se a uma diminuição na monitorização das empresas por parte dos accionistas.²⁵ O autor menciona ainda que a diminuição dos custos de transacção de títulos que ocorreu nos EUA, por volta de 1970, e as isenções fiscais concedidas a alguns investidores institucionais pelos ganhos em bolsa fizeram aumentar a rotação de activos no mercado e por conseguinte a liquidez do mesmo. Em suma, a promoção da liquidez de mercado vem dificultar a governação das empresas e o envolvimento accionista de longo prazo e encoraja a fragmentação e diversificação das participações.

As comparações efectuadas entre as economias de alguns países utilizadas neste debate relacionam-se também com a lógica dos modelos de sistemas financeiros. Por um lado, temos os sistemas financeiros baseados nos bancos, em que as empresas recorrem predominantemente ao financiamento junto das instituições bancárias (p.e. Alemanha, Japão), por outro temos os sistemas financeiros baseados nos mercados de capitais (p.e. EUA e RU), em que a principal fonte de financiamento das empresas são estes mercados (Thakor, 1996). Desde o século XIX, muitos economistas têm argumentado que os sistemas financeiros baseados nos bancos são melhores para captar poupanças, identificar bons investimentos e exercer um controlo eficaz sobre as empresas. Outros têm realçado as vantagens dos mercados de capitais na alocação do capital, na gestão do risco e na minimização de problemas associados à concentração bancária (Levine, 2001).

Apesar do tema deste trabalho não se centrar na comparação entre ambos os modelos, algumas vantagens e desvantagens dos mesmos contribuem com explicações para o debate em torno da miopia dos mercados. Allen e Gale (1995) efectuem uma comparação entre os sistemas financeiros da Alemanha e dos EUA. Os autores realçam que os bancos Alemães detêm essencialmente participações significativas no capital das maiores empresas Alemãs, o que aliado ao facto de também possuírem sob custódia muitas das acções detidas pelos seus clientes, faz com que tenham um envolvimento de longo prazo com as empresas, frequentemente com representantes nos conselhos de administração. Acrescentam ainda, que uma estrutura accionista muito concentrada também promove relações de longo prazo entre empresas e detentores de capital. Nos EUA, o envolvimento entre bancos e empresas é muito limitado²⁶, e o predomínio do mercado de capitais faz com que não só as empresas obtenham grande parte do seu financiamento através deste como também os investidores tenham uma variedade de produtos financeiros ao seu dispor. A lógica subjacente ao sistema Norte-Americano, com um mercado de capitais muito líquido, fragmentação

²⁵ Os accionistas com pequenas participações não têm qualquer incentivo em incorrer em custos para monitorizar a gestão das empresas dado que os seus esforços depois irão recompensar todos os outros accionistas – “*free rider problem*”

²⁶ O Glass-Steagall Act de 1933, entre outras, levou à separação entre banca comercial e a banca de investimento, ficando os bancos comerciais proibidos de possuírem acções em empresas.

accionista e com muita informação publicada, proporciona um mercado pelo controlo das empresas²⁷ bastante activo, com um elevado número de *takeovers*. Já na Alemanha este mercado é muito reduzido dada a maior concentração accionista existente. Assim, por um lado temos os *takeovers* como elemento disciplinador dos gestores e das empresas que dirigem, e por outro os grandes accionistas como elementos activos na monitorização das empresas e das suas administrações.

Ambos os tipos de intervenção possuem vantagens e desvantagens. Diamond (1984), Hoshi et al. (1990) e Mayer (1990) referem que a concentração accionista é um elemento facilitador no controlo da gestão dado que os bancos conseguem exercer as funções de monitorização das empresas a custos mais reduzidos dos que os investidores individuais. A vantagem dos *takeovers*, segundo Franks e Mayer (1990), é que estes ajudam na correcção de determinadas situações que de outra forma seriam difíceis de rectificar, como por exemplo diferenças quanto às perspectivas futuras do negócio e dos investimentos entre investidores e administradores. Mas por outro lado, os *takeovers* promovem uma visão de curto prazo. Interferem nas relações contratuais entre investidores, gestores e empregados, dificultam a manutenção de contractos de longo prazo e facilitam a extinção de quaisquer acordos e ligações informais. Por conseguinte, trocas na propriedade do capital podem privar gestores e funcionários dos benefícios de investimentos feitos pela empresa. Os gestores quando confrontados com este risco não estarão dispostos a sacrificar os resultados actuais em troca de investimentos de longo prazo em I&D. Assim, mercados de capitais fortemente dominados por processos de *takeovers* são mais propensos a uma perspectiva de curto prazo. Como concluído pelos autores, apesar das vantagens dos *takeovers* na resolução eficaz de alguns conflitos entre accionistas e administradores, tal é feito à custa de investimentos de longo prazo.

Um maior activismo accionista com uma dedicação de longo prazo à empresa só poderá ser suportado por um eficiente fluxo de informação entre as partes. Os accionistas para se comprometerem com as suas empresas terão de conhecer a realidade dos negócios das mesmas. Difícil será um compromisso duradouro em que uma das partes não tem um total conhecimento da situação presente e acima de tudo da situação futura.

Ao existir a separação entre a posse e o controlo das empresas, é óbvio que os gestores estarão melhor informados sobre a realidade dos negócios comparativamente aos accionistas. Os gestores estão em melhor posição para decidir se determinados gastos – em I&D, publicidade, manutenção,

²⁷ Num sistema económico onde as acções das empresas são transaccionadas numa bolsa de valores, o termo “mercado pelo controlo das empresas” refere-se ao processo pelo qual a propriedade e o controlo das empresas são transferidos de um grupo de accionistas e gestores para outro – In Glossary of Statistical Terms, OECD. Ver também Manne (1965).

ou outros – são bons ou maus investimentos (Froot et al., 1992). Este é um caso de assimetria de informação. No modelo de Thakor (1990), as limitações de informação do mercado de capitais levam este a subvalorizar investimentos de longo prazo, o que conduz as empresas a optar por projectos que possibilitem um retorno mais rápido do investimento. Rappaport (2005) refere que os investidores e analistas ao possuírem menos informação sobre as operações e expectativas das empresas tendem a concentrar-se nas métricas de curto prazo (lucros/ resultados trimestrais ou anuais) para aferirem sobre a performance destas. Aliás, Rappaport considera que alterações consideráveis nos preços das acções em resposta ao anúncio de resultados sugerem que são estas métricas que determinam em muito as variações dos preços. Também Froot, Scharfstein e Stein (1992) sugerem que o preço das acções reage à informação de curto prazo e não aos fundamentais relacionados com o valor da empresa. Segundo estes, ganhos que se realizarão no longo prazo são mais difíceis de avaliar pelos investidores pois estão associados a uma maior incerteza e a assimetrias de informação.

A perspectiva até aqui descrita encontra-se bem definida por Jacobs (1991): as acções são tratadas como uma “*commodity*” e os investidores não possuem interesse nem conhecimento para esperar pelo longo prazo, apenas respondem a variações no desempenho de curto prazo. Quando não estão satisfeitos com o desempenho da empresa vendem as suas acções, ao invés de tentarem perceber as causas do fraco desempenho e colectivamente, junto da administração, apresentarem as suas preocupações (*Wall Street rule*).

2.3 Consequências da miopia

A existir, quais as consequências desta preferência pelo curto prazo? Qual o seu impacto na economia e sociedade em geral e nas empresas em particular? Vários investigadores, gestores e políticos enumeram as seguintes consequências: bloqueio ao desenvolvimento económico e destruição de valor no longo prazo; inexistência de investimento na sustentabilidade económica e social; falta de relações duradouras entre investidores e empresas; dificuldade em desenvolver uma *Corporate Governance* efectiva; maior instabilidade nos mercados, em parte devido ao aumento da especulação e ineficiência dos mercados com danos na sua credibilidade.

No domínio das empresas, investidores centrados nos ganhos imediatos podem induzir “miopia” de gestão, ou seja, na tentativa de corresponder às expectativas dos accionistas os gestores seguem

estratégias de maximização dos resultados/ ganhos no curto prazo em detrimento de projectos de longo prazo com valor (I&D). Vários são aqueles que estudaram esta ligação. Shleifer e Vishny (1990) referem que um mau desempenho do preço das acções aumenta a possibilidade dos executivos serem demitidos, quer pelo Conselho de Administração, ou por um processo de *takeover*. Por esta razão, os gestores irão escolher projectos de investimento de curto prazo, pois através destes mais rapidamente conseguem valorizar as acções no mercado. Se o valor destes for inferior ao dos projectos de longo prazo rejeitados a eficiência do investimento torna-se reduzida.

Com base num modelo teórico que relaciona a remuneração do CEO²⁸ com o valor das acções da empresa que dirige, Bolton et al. (2006) defendem que num mercado especulativo os accionistas possuem horizontes temporais reduzidos e alinham os horizontes dos CEO's com os seus através de um sistema de remuneração centrado no desempenho de curto prazo do preço das acções. E se os investidores institucionais tiverem uma palavra a dizer na definição dos contratos dos executivos, o modelo prevê uma correlação positiva entre a rotação deste tipo de investidores e um comportamento focado no curto prazo por parte dos gestores. Um exemplo deste tipo de comportamento é a manipulação de resultados, como referido pelos autores.

Recentemente, Walker (2010) também refere que uma das razões para o facto da remuneração dos gestores ser direccionada para o curto prazo é a preferência dos mercados de capitais pelos resultados imediatos. Se os mercados sobrevalorizam o curto prazo, então é de esperar que a remuneração dos executivos reflecta esta miopia. Um dos sintomas deste foco excessivo no imediato é a manipulação dos resultados. Esta manipulação pode ser o sacrifício do valor de longo prazo em troca de resultados de curto prazo, como também pode assumir uma forma mais radical, a fraude.²⁹ Seguindo a mesma lógica, Rappaport (2005) salienta que os sistemas de remuneração que recompensam o desempenho financeiro de curto prazo reforçam ainda mais a posição dos gestores. Estes justificam o seu foco nos resultados imediatos devido às pressões dos mercados de capitais e pelo facto do investimento no longo prazo não ser recompensado com uma valorização do preço das acções. Esta concentração excessiva nas expectativas do mercado em nada contribui para a criação de valor, primeiro porque adia ou afasta investimentos com potencial futuro, e em segundo porque incentiva os gestores a utilizarem todas as possibilidades permitidas pelas regras contabilísticas para reconhecerem o máximo de rendimentos no presente e diferirem muitos dos gastos para o futuro – manipulação de resultados.

²⁸ *Chief Executive Officer* (CEO) na terminologia anglo-saxónica. Embora muitas das empresas cotadas portuguesas já tenham adoptado informalmente esta terminologia, esta função corresponde ao Presidente Executivo ou Presidente da Comissão Executiva da empresa.

²⁹ O autor dá como exemplo o caso Enron Corp.

A literatura acima mencionada estabelece uma relação causa – efeito entre miopia de mercado e miopia de gestão. Mais concretamente, accionistas com preferências de curto prazo tendem a pressionar os gestores para conseguirem ganhos imediatos, quer através de “ameaças” de demissão quer através de um sistema remuneratório que premeia também o imediato. Os resultados desta causalidade são o sacrifício de valor no longo prazo, a ineficiência dos investimentos efectuados e a manipulação de resultados. Interessante será agora apresentar algumas evidências empíricas que sustentam estes modelos e observações teóricas.

Bushee (1998) distinguiu diversos tipos de investidores institucionais com base nos seus comportamentos de investimento no passado e testou se os horizontes temporais destes investidores influenciam, ou não, a aposta em projectos de I&D por parte dos gestores. Os resultados alcançados indicaram que consideráveis participações de “*transient*” institutions³⁰ no capital das empresas aumentam significativamente a probabilidade dos gestores destas rejeitarem projectos de I&D para assim conseguirem melhores resultados.³¹ Assim, em empresas com participações significativas deste tipo de investidores existe maior possibilidade para o sacrifício de valor de longo prazo e para uma estratégia de investimento ineficiente.

Também Graham et al. (2005) desenvolveram um trabalho para perceber o que leva as empresas a sacrificar o longo prazo, e por conseguinte a destruir valor. Para tal, aplicaram a quatrocentos e um executivos um inquérito com o intuito de obter respostas para esta problemática. As principais conclusões deste trabalho foram: (1) o resultado líquido é a métrica mais importante para os mercados; (2) os *benchmarks* mais importantes são o trimestre homólogo do ano anterior e a estimativa consensual dos analistas; (3) atingir ou superar os *benchmarks* significa ter credibilidade junto do mercado, manter ou aumentar o preço das acções e manter a reputação da equipa de gestão; (4) a maioria dos gestores (80% dos inquiridos) para alcançar as expectativas, se necessário, cortava despesas com projectos de I&D, manutenção e publicidade ou adiaria o início de um projecto mesmo que isso significasse sacrificar algum valor; (5) projectos com Valor Actual Líquido (VAL) positivo são rejeitados por uma considerável proporção para assim atingirem os *benchmarks*; (6) para os gestores questionados, os investidores institucionais e os analistas são os que mais contribuem para influenciar o preço das acções. De uma forma geral, os autores verificaram que os executivos estão dispostos a sacrificar valor económico para atingirem as expectativas do mercado quanto aos resultados.

³⁰ Ver supra nota 15.

³¹ Amostra de 13.944 empresas do mercado Norte-Americano no período de 1983-1994.

Para além de adiar ou rejeitar projectos de I&D e outros investimentos proporcionadores de riqueza e sustentabilidade futura, os executivos por vezes vão mais longe, e dentro das possibilidades dadas pelas normas contabilísticas, manipulam os resultados das suas empresas. Isto devido às pressões dos mercados e a um sistema de remuneração alinhado para a criação de resultados de curto prazo. Bergstresser e Philippon (2006), numa análise efectuada sobre os resultados e os sistemas de incentivos dos CEO's de uma amostra de empresas Norte-Americanas durante a década de 1990, encontram a seguinte evidência empírica: empresas em que o sistema de incentivos do CEO está muito ligado ou é muito sensível ao preço das acções existe maior manipulação de resultados.³² Verificaram também que os CEO's exercem elevados montantes de opções e vendem grandes quantidades de acções durante os anos em que os acréscimos e diferimentos são uma componente considerável dos resultados das empresas. Aliás, neste trabalho é dado como exemplo o caso da Xerox que em 2002 foi acusada pela SEC³³ de ter manipulado os seus resultados no período de 1997 – 2001 e em consequência teve de corrigir para menos os resultados reportados em \$1,4 mil milhões (de \$2,7 mil milhões para \$1,3 mil milhões).

O Governo das Sociedades é outra área onde os horizontes temporais dos investidores podem ter impacto. Como referido por Gaspar et al. (2005), é esperado que investidores com horizontes de curto prazo possuam poucos incentivos para despender recursos na monitorização dos gestores, dado que não serão accionistas por tempo suficiente para retirarem proveito dessa monitorização. Em empresas com fraca monitorização os seus gestores podem trocar os interesses dos accionistas pelos seus próprios interesses. Estes autores, com base no mercado pelo controlo das empresas, procuraram através de uma análise empírica testar a preposição anterior e também verificar se os horizontes temporais dos investidores podem afectar o poder de negociação das partes envolvidas num processo de aquisição. Concretamente, testaram se uma fraca monitorização originada por investidores com perspectivas de curto prazo poderia levar os gestores a rejeitar ou a prosseguir um negócio de aquisição com base nos seus próprios interesses e à custa dos interesses dos accionistas.³⁴ As conclusões alcançadas foram as seguintes: (1) accionistas com horizontes temporais de curto prazo nas empresas alvo aumentam a probabilidade de uma oferta de aquisição e reduzem o custo da mesma; (2) accionistas com horizontes temporais de curto prazo nas empresas oferentes proporcionam aos gestores destas a possibilidade de efectuarem aquisições que reduzam valor; (3) accionistas de longo prazo defendem as empresas e a gestão de ofertas de aquisição, pois

³² A manipulação de resultados, segundo os autores, refere-se ao uso de acréscimos e diferimentos para assim se alcançar o resultado líquido pretendido.

³³ *Securities and Exchange Commission* (SEC) é a entidade supervisora dos mercados de capitais nos EUA.

³⁴ Análise efectuada utilizando os anúncios de aquisição ocorridos nos Estados Unidos no período de 1980-1999.

tornam estas mais dispendiosas; (4) accionistas de longo prazo previnem as suas empresas de efectuar ofertas de aquisição por valor superior ao adequado ou ofertas que possam destruir valor.

Esta análise sobre a “miopia” de gestão como consequência da “miopia” de mercado é oposta à posição dos estudiosos da teoria de agência. Citando Stein (1989, pp. 662), “Jensen (1986) realça os conflitos de interesse entre gestores e accionistas, e defende que a pressão do mercado de capitais tende a agir como um elemento disciplinador. (...) De acordo com esta escola de pensamento, as queixas dos gestores sobre a pressão do mercado de capitais são do seu interesse e não devem ser levadas a sério, na medida em que os gestores estão simplesmente a tentar manter a discrição necessária para gerirem as empresas em função das suas preferências pessoais.” No entanto, a posição deste trabalho não é redutora, ou seja, não se procura afirmar que apenas mercados de capitais concentrados no curto prazo sejam a causa para comportamentos míopes por parte dos gestores. Não se refuta aqui a hipótese de mesmo em mercados eficientes os gestores seguirem estratégias focadas no curto prazo. Ou seja, a miopia de gestão pode existir mesmo sem a miopia dos mercados.

As consequências até agora mencionadas, deste foco dos mercados no imediato, centram-se fundamentalmente nas empresas, mas este fenómeno ao afectar as empresas dissemina-se por toda a economia e pela sociedade em geral.

A cultura do curto prazo é também mencionada como elemento causador da profunda crise financeira e económica que se iniciou em 2007 e se estende até à actualidade. Clark (2010) refere que a miopia é uma característica inerente ao comportamento humano. As pessoas valorizam muito os ganhos imediatos e descontam fortemente possíveis benefícios futuros. Esta predisposição natural dos indivíduos combinada com algumas características dos mercados financeiros contribuiu para a crise actual. A incerteza dos mercados e as falhas na avaliação do risco combinadas com a preferência dos indivíduos pelos benefícios imediatos foram uma das causas da crise financeira. Sendo que, estas características foram potenciadas em muito pela forma de governação e regulamentação existentes. Os reguladores acreditavam que os investidores eram racionais e que se em determinados momentos seguissem estratégias de momento, focadas no curto prazo, e em busca de maiores rendibilidades, os mercados seriam capazes de avaliar correctamente o risco e caso fosse necessário eliminariam e proteger-se-iam dos excessos.³⁵ Assim, e segundo o ponto de vista do autor, a interacção entre esta predisposição comportamental (miopia) e o ambiente (mercados financeiros incertos e voláteis) foram causadores da crise financeira global.

³⁵ Sobre esta visão dos reguladores o autor baseia-se nas declarações prestadas por Alan Greenspan (ex-presidente da FED) ao Congresso Norte-Americano em Outubro de 2008.

Sendo hoje conhecidas as falhas do sistema financeiro e os impactos que as mesmas causaram (diminuição substancial da riqueza pública e privada e custos com os planos de salvação que se irão repercutir nos impostos e salários da actual e futura geração), muitos são aqueles que hoje defendem e preconizam a mudança do paradigma económico vigente. Economistas, empresários, jornalistas e políticos procuram novas formas de organização económica que afastem e previnam grandes crises como aquela que ocorreu nestes dois últimos anos.

Martin (2010) divide o capitalismo moderno em duas fases: a primeira, o capitalismo da gestão, de 1933 a 1976, com o aparecimento do gestor profissional separado do detentor do capital;³⁶ e a segunda, capitalismo do valor para o accionista, de 1976 e até à actualidade, em que o objectivo dos gestores deve ser a maximização do valor para os accionistas.³⁷ Para Martin, a grave crise económica e financeira da actualidade comprovou que as ideias inerentes a esta última fase estão esgotadas. A implicação desta cultura é clara: os gestores centraram-se na maximização do valor para os seus accionistas. O valor é traduzido pelo preço das acções e este é em muito formado pelas expectativas futuras dos fluxos monetários da empresa. Como as expectativas sobre o desempenho futuro não podem ser aumentadas infinitamente e são muitas vezes cíclicas, com períodos de maior optimismo alternados com períodos mais pessimistas, os gestores adoptaram estratégias de curto prazo. Os accionistas passaram a estar viciados no curto prazo em vez de valorizarem a sustentabilidade e longevidade futura das suas empresas. Esta lógica acabou por ficar prisioneira dos resultados de curto prazo, das constantes oscilações das cotações bolsistas e por basear-se em negócios puramente financeiros. Os executivos em vez de dirigirem as operações das empresas passaram a gerir expectativas, muitas delas completamente irrealistas e descuraram os negócios e os seus clientes. Mas mesmo com este foco na maximização do valor os accionistas não ficaram melhor. O retorno real composto anual do índice S&P 500 foi de 7,6% no período de 1932 a 1976 e de 5,9% de 1977 a 2008, mostrando assim que as ideias avançadas por Jensen e Meckling (1976) não favoreceram os accionistas. O autor defende que é o momento para dar lugar a um terceiro tipo de capitalismo: o capitalismo dos clientes. As empresas devem concentrar-se em maximizar a satisfação dos clientes, recuperando as ideias de Peter Drucker, em que o objectivo primário do negócio deverá ser a conquista e fidelização de clientes. Se as empresas conseguirem alcançar este propósito muito certamente irão gerar resultados e assim criar valor para os seus accionistas.

³⁶ Segundo o autor esta fase foi influenciada pelo trabalho académico de Berle e Means – “*The Modern Corporation and Private Property*”, 1932.

³⁷ Segundo o autor esta fase foi influenciada pelo trabalho académico de Jensen e Meckling – “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”, 1976.

3. CARACTERIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS

O mercado de capitais em Portugal retomou a sua actividade em 1977, depois de uma suspensão de três anos após a revolução de Abril de 1974.³⁸ A primeira sessão ocorreu a 28.02.1977 em Lisboa. Até ao final da década de 80, a reduzida dimensão do mercado e a elevada inflação contribuíram para um baixo dinamismo da bolsa (Kallinterakis e Ferreira, 2006).

A grande expansão da bolsa Portuguesa ocorreu nos últimos anos da década de 80 e primeiros da década de 90. O processo de privatizações iniciado por essa altura contribuiu para o crescimento do mercado de capitais Português. A capitalização bolsista aumentou e chegaram ao mercado novos investidores, tanto nacionais como estrangeiros. Como consequência das melhores condições económicas do país, muitos cidadãos começaram a aplicar na bolsa as suas poupanças. Surgiu assim no mercado, em maior número, o pequeno investidor.

O BVL Geral (BVLG) foi estabelecido em 1988 como o índice accionista de referência da bolsa Portuguesa. Com a fusão, em 2000, da Bolsa de Valores de Lisboa e da Bolsa do Porto, o PSI20³⁹, que arrancou em 31 de Dezembro de 1992, tornou-se o índice de referência do mercado accionista português e é composto pelas 20 emissões de acções de maior dimensão e liquidez.

De uma forma geral, durante a década de 90 e até ao ano 2000 registou-se no mercado Português um período de dinamismo.⁴⁰ No início do ano 2000, com a chegada ao mercado das chamadas empresas das “Novas Tecnologias”⁴¹ a bolsa conheceu um aumento significativo dos preços, recuperando de algumas quedas e oscilações ocorridas nos anos de 1998 e 1999. Mas esta recuperação foi momentânea e foi apenas o reflexo da bolha das *dotcom* (Balbina e Martins, 2002). Ainda no ano 2000 o mercado registou uma queda, seguindo a tendência das bolsas internacionais.

Desde 2003, e até ao início da crise financeira global (segunda metade de 2007), o mercado nacional viveu um período de retoma, com um novo crescimento da capitalização accionista e valorização do índice. Mas com uma conjuntura desfavorável o mercado de capitais Português seguiu a tendência dos principais mercados internacionais. A capitalização accionista (só acções

³⁸ A actividade bolsista em Portugal iniciou-se em 1769 com a abertura da Bolsa de Lisboa.

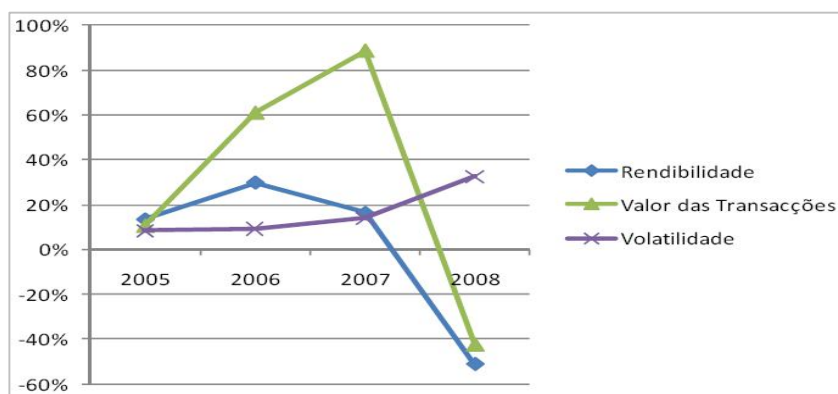
³⁹ *Portuguese Stock Index*.

⁴⁰ A capitalização accionista aumentou o seu peso no PIB de aproximadamente 20% em 1995 para mais de 100% em 2000

⁴¹ Estas empresas ficaram conhecidas por *dotcom* (expressão anglo-saxónica). Alguns exemplos de empresas portuguesas: PT Multimédia, Novabase, Sonae.com.

nacionais), em percentagem do PIB, passou de 55,4% em 2007 para 27,1% em 2008.⁴² Esta diminuição, como referido, reflectiu o agravamento da instabilidade gerada pela crise financeira e a volatilidade do PSI20 aumentou de 14% em 2007, para 30% em 2008. A rendibilidade do índice também foi influenciada pelos efeitos da crise, apresentando uma descida significativa desde 2006 até 2008: aproximadamente 30% em 2006, 20% em 2007 e -51,3% em 2008.

Gráfico 1 – Rendibilidade, Volatilidade e Valor das Transacções do PSI20



Fonte: Relatório Anual 2008 sobre a Actividade da CMVM e sobre os Mercados de Valores Mobiliários

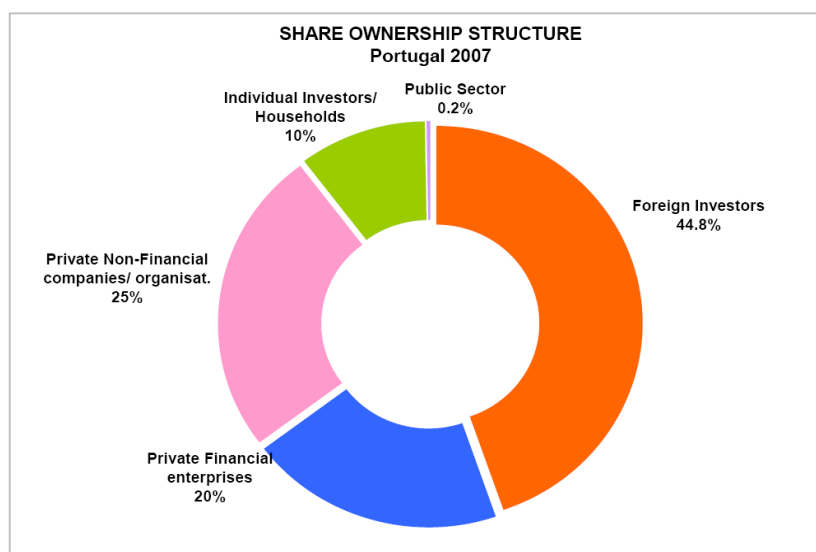
Ao considerar o período 1999 – 2008 o segmento accionista apresentou uma taxa de rendibilidade média anual de -1,6% (PSI Geral), e o PSI20 uma taxa de -5,4%.

Segundo um estudo da *Federation of European Securities Exchanges* (FESE),⁴³ em 2007 apenas 9,9% do valor de mercado das empresas cotadas era detido por particulares. Este valor encontra-se abaixo da média europeia, que se situa próxima dos 15%, e de outros países europeus, que à semelhança de Portugal, têm o sector bancário como principal fonte de financiamento (Espanha 20,1%, Itália 26,6% e Grécia 19,4%). Como referido no Relatório Anual de 2008 da CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários), esta percentagem diminuiu de 14,5% para 9,9%, de 1998 para 2007, respectivamente.

⁴² Dados do Relatório Anual de 2008 da CMVM

⁴³ FEDERATION OF EUROPEAN SECURITIES EXCHANGES. "Share Ownership Structure in Europe". Dec., 2008

Gráfico 2 – Estrutura do Mercado Accionista



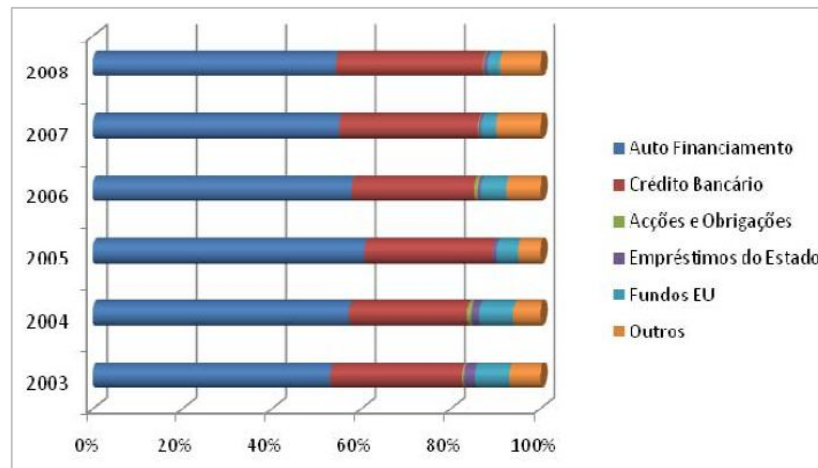
Fonte: "Share Ownership Structure in Europe", Federation of European Securities Exchanges

Pelo gráfico 2 verifica-se que no mesmo ano 25% do mercado accionista era detido por sociedades não financeiras (percentagem constante desde 1999 e acima da média europeia), 44,8% por investidores estrangeiros (percentagem superior à média europeia, 37%), 20% por sociedades financeiras (repartidos por: 15% investidores institucionais⁴⁴ e 5% bancos) e 0,2% pelo sector público.

Enquanto fonte de financiamento o mercado de capitais ainda tem um papel diminuto, representando apenas 1% do total da captação de recursos (acções e obrigações, dados de 2008). A crise financeira actual não contribuiu para o crescimento do mercado accionista Português, em especial com a queda das cotações ocorrida em 2008. Conforme o relatório da CMVM acima mencionado, no final de 2008 por cada euro aplicado num depósito a prazo a capitalização bolsista da *Euronext Lisbon* (bolsa de valores de Lisboa) representava 79 cêntimos, enquanto em 2007 o valor era 1,59€ Mais de 80% do financiamento do investimento em Portugal tem origem no auto – financiamento e no crédito bancário. Esta situação deriva da estrutura económica e empresarial Portuguesa, que é composta maioritariamente por pequenas e médias empresas.

⁴⁴ Fundos de investimento, fundos de pensões, etc.

Gráfico 3 – Financiamento do Investimento em Portugal



Fonte: Relatório Anual 2008 sobre a Actividade da CMVM e sobre os Mercados de Valores Mobiliários

Apesar de uma tendência negativa generalizada durante o ano de 2008, o mercado accionista teve um aumento significativo no volume de acções colocadas em mercado primário em oposição ao ocorrido no ano anterior. Este crescimento é explicado pela necessidade sentida principalmente por instituições financeiras nacionais no reforço dos seus capitais próprios, principalmente para equilibrar os seus rácios de solidez financeira. O sector bancário representou 77% do valor das emissões, com o aumento de capital efectuado pelo BCP a representar 55% desse valor. Também a oferta pública inicial da EDP Renováveis ajudou a este crescimento do volume de acções no mercado. Em 2008 estavam cotadas na *Euronext Lisbon* 55 empresas. Desde 2003 que este número tem-se mantido estável, não havendo grandes oscilações no número de empresas cotadas.

4. VALOR FUNDAMENTAL DA EMPRESA – MODELO DE AVALIAÇÃO

4.1 Preço de uma Acção

O valor ou preço da acção pode ser expresso pelo valor actual dos dividendos futuros esperados:

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(d_{t+i})}{(1+r)^i} \quad (1)$$

em que P_t é o preço de uma acção⁴⁵ no momento t , $E_t(d_{t+i})$ é o valor esperado dos dividendos no momento $t+i$ condicionados pela informação disponível em t e r é a taxa de actualização.

Ao adoptar o modelo de valorização de Ohlson (1995) e Feltham e Ohlson (1995), podemos reescrever a Equação (1) em termos de valores contabilísticos. A única condição necessária para essa transformação é que as estimativas desses valores sejam consistentes com a *Clean Surplus Accounting*.⁴⁶ Mais concretamente:

$$b_t = b_{t-1} + x_t - d_t \quad (2)$$

em que b_t é o *book value* (valor contabilístico do capital próprio) no momento t e x_t são os resultados no período compreendido entre $t-1$ e t .

Podemos então substituir na Equação (1) os dividendos esperados no futuro pelas estimativas dos *book value* e resultados:

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(b_{t+i-1} + x_{t+i} - b_{t+i})}{(1+r)^i} \quad (3)$$

⁴⁵ Para efeitos de simplificação e do teste que iremos efectuar estabelecemos o valor como unitário.

⁴⁶ Todas as variações no Capital Próprio de uma empresa que não resultem de transacções com os accionistas (p.e. dividendos) estão reflectidas na Demonstração de Resultados.

Através de uma simples manipulação algébrica podemos reescrever (3) da seguinte forma:

$$P_t = b_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(x_{t+i} - rb_{t+i-1})}{(1+r)^i} - \frac{E_t(b_{t+\infty})}{(1+r)^{\infty}} \quad (4)$$

O último termo da Equação (4) é zero e como tal o preço da acção é expresso por:

$$P_t = b_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(x_{t+i} - rb_{t+i-1})}{(1+r)^i} \quad (5)$$

A Equação (5) divide o valor da empresa em duas componentes, o valor contabilístico do capital investido (b_t) e o valor actual dos rendimentos residuais futuros ou resultados supra-normais (Frankel e Lee, 1998). Esta equação tem duas grandes vantagens: primeiro, permite relacionar o valor da empresa com os valores contabilísticos (Frankel e Lee, 1998); segundo, incorpora os resultados esperados no futuro, sobre os quais se pretende testar se existem comportamentos míopes por parte dos investidores (Abarbanell e Bernard, 2000). Cada uma destas vantagens tem permitido diversas abordagens empíricas a partir do modelo teórico de Ohlson (1995) e Feltham e Ohlson (1995).⁴⁷

4.2 Estimação do Modelo para Teste à Miopia de Mercado

A Equação (5) traduz o valor da empresa num horizonte temporal infinito, no entanto para uma abordagem empírica tal não se torna prático. É pois necessário um valor residual para além do período de previsão a estudar (p.e. acima de 3 ou 4 anos). Neste sentido, seguimos a abordagem de Frankel e Lee (1998) e desenvolvemos a Equação (5) até T termos, sendo o termo residual (T+1) expresso sob a forma de perpetuidade. Assim:

$$P_t = b_t + \sum_{i=1}^T \frac{E_t(x_{t+i} - rb_{t+i-1})}{(1+r)^i} + \frac{E_t(x_{T+1} - rb_T)}{(1+r)^T r} \quad (6)$$

A Equação (6) possui, segundo Abarbanell e Bernard (2000), a vantagem de decompor o valor de uma acção em resultados expectáveis a ocorrer em diferentes momentos do horizonte temporal a

⁴⁷ Salientam-se: Bernard (1995), Frankel e Lee (1998), Dechow et al. (1999), Lee et al. (1999) e Abarbanell e Bernard (2000).

estudar. Consegue-se dividir assim o valor no curto e longo prazo e em concreto permite testar se os investidores sobrevalorizam os ganhos a ocorrer no imediato (hipótese de miopia).

Apesar da definição do que é curto e longo prazo não ser precisa (p.e. curto prazo pode ser o próximo ano ou os próximos dois anos) e como tal poder influenciar os resultados sobre a hipótese de miopia, adoptámos neste trabalho a definição de curto prazo como os ganhos esperados para o próximo ano, como fizeram Abarbanell e Bernard (2000), e como longo prazo os ganhos esperados para os anos $t+2$ e $t+3$ mais o valor residual (ganhos esperados para o ano $t+4$ em perpetuidade). Comparativamente com o trabalho dos autores mencionados, estabelecemos menos um termo para o longo prazo. Mais à frente neste trabalho faremos uma análise de sensibilidade através de outra definição de curto e longo prazo.

A definição que apresentamos de curto e longo prazo não é a única questão que se coloca para a aplicação empírica do modelo. Também surge a questão sobre qual o horizonte temporal a considerar no estudo. Ou seja, qual o horizonte para as estimativas de *book value* e resultados supra-normais que possibilita a obtenção de um valor da empresa preciso? Bernard (1995) refere que a resposta a esta questão está na “qualidade” do sistema contabilístico, em que sistemas com qualidade reflectem o valor num curto espaço de tempo. Através de uma verificação empírica o autor comprova que um horizonte temporal de quatro anos consegue com boa precisão explicar o preço das acções através das estimativas feitas dos *book value* e resultados para esse período de tempo.⁴⁸ Esta evidência suporta o horizonte temporal que definimos neste trabalho, quatro anos. Acresce que na nossa análise o quarto ano é considerado em perpetuidade fazendo assim reflectir um valor residual na valorização da acção.

Estamos agora em condições de apresentar uma metodologia a aplicar à nossa análise. Partindo dos mesmos pressupostos que Abarbanell e Bernard (2000), em que as estimativas dos *book value* e dos resultados são eficientes com base na informação disponível em t e que estas serão actualizadas a uma taxa implícita num mercado eficiente, a Equação (6) traduz o preço de uma acção num mercado eficiente. Para efeitos do nosso teste, podemos a partir da Equação (6) construir uma regressão do preço da acção utilizando como variáveis explicativas as estimativas do *book value* e dos resultados (j representa a empresa):

$$P_{jt} = \beta_0 + \beta_1 b_{jt} + \beta_2 \frac{E_t(x_{j,t+1} - r b_{j,t+1-1})}{(1+r)} + \beta_3 \left[\sum_{i=2}^3 \frac{E_t(x_{j,t+i} - r b_{j,t+i-1})}{(1+r)^i} + \frac{E_t(x_{j,t+4} - r b_{j,t+4-1})}{(1+r)^3 r} \right] + \varepsilon_{jt} \quad (7)$$

⁴⁸ A verificação foi feita no período compreendido entre 1978 a 1993 para uma amostra de empresas Norte-Americanas.

Num mercado eficiente $\beta_0 = 0$ e $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 1$, sendo esta a hipótese nula do nosso teste. Se existir miopia de mercado (os investidores subvalorizam os ganhos no longo prazo), então $\beta_1 > 1$, $\beta_2 > 1$ e $\beta_3 < 1$ (hipótese alternativa).

5. DADOS

Para a aplicação empírica do modelo apresentado são necessárias as seguintes variáveis: preço das acções (variável dependente), estimativas do *book value* e dos ganhos por acção (variáveis explicativas). Para se proceder à actualização das estimativas para os períodos em análise é também necessário calcular a respectiva taxa de actualização ou custo de oportunidade do capital.

O teste de hipótese será efectuado para o mercado accionista Português, mais concretamente para o índice PSI20, no período de 2000 a 2008. Serão assim efectuadas nove regressões, uma para cada ano, utilizando as variáveis mencionadas para cada uma das empresas que compõem o índice em cada ano.

5.1 Preço das acções, estimativas do *book value* e dos ganhos/ resultados

As variáveis preço, *book value* e ganhos serão estudadas por acção, ou seja, em valores unitários. Os preços das acções em cada período foram obtidos a partir da base de dados da Bloomberg e reportam ao último dia de cotação do primeiro semestre de cada ano. Por exemplo, para o ano 2000 os preços utilizados são os referentes ao fecho de mercado em 30 de Junho.

Relativamente ao *book value* são usados valores reais e estimativas. Os valores reais foram extraídos da Bloomberg e reportam ao *book value* no início de cada ano (valor contabilístico do capital investido). As estimativas do *book value* são as previsões feitas pelos analistas para o fim de cada ano (média das estimativas). Estas foram obtidas a partir base de dados I/B/E/S.⁴⁹

As estimativas dos ganhos por acção são o consenso dos analistas (média) para cada empresa para o final de cada um dos anos. Também estas foram obtidas da I/B/E/S.

⁴⁹ A base de dados I/B/E/S fornece estimativas até 5 anos, 8 trimestres ou 4 semestres posteriores sobre diversas grandezas financeiras e contabilísticas (*book value*, ganhos/ resultados, dividendos, vendas, *cash flow*, etc.). Para algumas destas grandezas também fornece uma estimativa da taxa de crescimento no longo prazo. A I/B/E/S contém o histórico destas estimativas desde 1976 para os EUA e desde 1987 para outros mercados mundiais.

Para cada um dos anos, a estimação da regressão (7) é feita com referência ao preço de fecho da acção no último dia do primeiro semestre. O *book value* (valor real) é o do início do ano em análise e as estimativas utilizadas para os ganhos por acção e *book value* futuros são as emitidas no I/B/E/S *Statistical Period*⁵⁰ imediatamente anterior ao da data do preço (normalmente alguns dias antes do último dia de cotação de Junho).⁵¹ Assim, garante-se que todas as variáveis explicativas do preço já são conhecidas à data da cotação.

Tendo em conta a primeira definição de curto prazo que iremos testar, exemplificamos aqui a utilização de cada uma das variáveis. Para o ano 2000 o preço de referência utilizado foi o de fecho de 30 de Junho (último dia de cotação do 1º semestre); o *book value* é o valor real à data de 1 de Janeiro de 2000; a estimativa para os resultados de curto prazo são as emitidas em Junho e referentes ao período fiscal a terminar em 31 de Dezembro de 2000 (FY1)⁵²; as estimativas para os resultados a dois anos (FY2) são as emitidas em Junho e referentes ao período fiscal a terminar em 31 de Dezembro de 2001; para os resultados a 3 anos (FY3) utilizámos as estimativas emitidas em Junho e referentes a 31 de Dezembro de 2002; os resultados a 4 anos, calculados em perpetuidade, são as estimativas emitidas em Junho e referentes a 31 de Dezembro de 2003 (FY4). Por vezes não existe na I/B/E/S estimativa para FY4, nestes casos utilizámos a estimativa da taxa de crescimento de longo prazo⁵³ para os ganhos por acção que aplicamos a FY3 para calcular FY4. Quando cumulativamente não existe na I/B/E/S estimativa para a taxa de crescimento de longo prazo e para FY4 utilizamos a taxa de crescimento registada entre FY2 e FY3 (Frankel e Lee, 1998).

Relativamente às estimativas do *book value* foi seguido o mesmo raciocínio descrito para os ganhos por acção, com a diferença de que para estas não é necessária a taxa de crescimento de longo prazo e em cada termo da Equação (7) utiliza-se a estimativa para o ano anterior à utilizada para os ganhos por acção.

Ao seguir este método para cada um dos anos, nem sempre foi possível integrar no modelo todas as empresas constituintes do índice, isto porque para algumas empresas e em alguns anos ou não existiam as estimativas necessárias, ou estas existiam mas foram publicadas/emitidas em datas muito posteriores (mais de 2 meses) à que reporta o preço da acção. Consideramos que se trata de uma limitação à análise feita neste trabalho, muito pelo facto do mercado accionista Português ser

⁵⁰ O I/B/E/S *Statistical Period* é a data em que o sumário da estatística (média das estimativas dos ganhos por acção, média das estimativas do *book value* por acção, ou outras) foi calculado e publicado na base de dados.

⁵¹ Por vezes não existe estimativa publicada em Junho do ano em análise pela I/B/E/S, nestes casos utilizámos ou a última estimativa publicada em data anterior ao preço de referência ou caso não existisse utilizámos a estimativa feita até 2 meses após a data do preço de referência. Segundo Frankel e Lee (1998) as estimativas dos analistas já são públicas muito antes de serem integradas e publicadas na I/B/E/S.

⁵² Notação I/B/E/S para as estimativas referentes ao ano imediatamente a seguir aquele sobre o qual os resultados reais já são públicos. FY2 representa o 2º ano imediatamente a seguir e FY3 o 3º ano.

⁵³ Taxa estimada para o crescimento dos ganhos por acção num período de 3 a 5 anos. Notação I/B/E/S: LTG (*Long Term Growth*)

de reduzida dimensão o que leva os analistas a não seguirem todas as empresas do índice regularmente à semelhança do que acontece em mercados mais líquidos e dinâmicos. Apresenta-se de seguida um resumo do número de empresas integradas no modelo em cada ano:

Quadro 1 – N° de empresas por ano

Ano	N° Empresas
2000	12
2001	14
2002	13
2003	15
2004	12
2005	15
2006	11
2007	16
2008	17
Total Empresas – Ano	125

5.2 Taxa de Actualização – Custo de Oportunidade do Capital

Para a aplicação empírica do modelo apresentado é necessário calcular a taxa de desconto pela qual serão actualizadas as estimativas dos resultados supra-normais. Esta taxa é o custo de oportunidade do capital (r_e), que não é mais do que a rendibilidade exigida pelos investidores pela aplicação dos seus recursos em empresas ou projectos com o mesmo grau de risco.

Como referido por Abarbanell e Bernard (2000) e Frankel e Lee (1998), esta taxa deve ser específica para cada empresa e deverá variar ao longo do tempo, reflectindo assim as alterações temporais nos níveis de risco. No entanto, e para a aplicação prática do tema deste trabalho, os autores consideram que a utilização de uma taxa fixa para todas as empresas e para todo o horizonte temporal não constitui um factor de enviesamento para a estimação da regressão.⁵⁴

⁵⁴ Abarbanell e Bernard (2000) referem que a ocorrer qualquer enviesamento ou variação no resultado final do modelo será mais por causa de alterações nas estimativas do *book value* e dos ganhos por acção, do que propriamente por variações na taxa de actualização.

Para determinar o custo de oportunidade do capital (r_e) utiliza-se o modelo de avaliação de activos em equilíbrio CAPM (Capital Asset Pricing Model) de Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966):

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (8)$$

em que, r_f é a rendibilidade do activo sem risco, β é a medida do risco sistemático⁵⁵ da acção de uma empresa e $r_m - r_f$ é o prémio de risco de mercado.

▪ **Rendibilidade do activo sem risco (r_f)**

À semelhança de Abarbanell e Bernard (2000) utilizam-se as Obrigações do Tesouro (OT's) como *proxy* da taxa de juro do activo sem risco, tendo em conta que existe um certo grau de risco incorporado nestes títulos. Como este estudo aplica-se ao mercado Português e o período em análise é compreendido entre os anos 2000 e 2008, considera-se para este efeito o retorno obtido no período 1999 – 2008 das OT's Portuguesas a 10 anos, que foi de 4,5%.⁵⁶

⁵⁵ O risco sistemático é aquele que os investidores não podem eliminar através da diversificação dos seus investimentos. O coeficiente β é o indicador que mede a sensibilidade de uma acção em relação ao comportamento do mercado.

⁵⁶ Conforme “Relatório Anual 2008 sobre a Actividade da CMVM e sobre os Mercados de Valores Mobiliários”.

▪ **Risco Sistemático (β)**

Pelo facto do β ser aditivo calculou-se a média aritmética dos β 's das várias empresas em análise para o período 2000 – 2007.⁵⁷ Estes foram extraídos da base de dados Bloomberg.

Através deste cálculo, o β utilizado foi de 0,8 como indicado no quadro abaixo:

Quadro 2 – Betas das empresas

<u>Empresas</u>	<u>Beta médio</u>
Altri	0,64
BCP	1,18
BES	0,52
BPI	0,69
Brisa	0,52
Cimpor	0,56
Corticeira Amorim	0,47
EDP	0,90
Galp	1,24
Ibersol	0,45
Impresa	1,05
Jerónimo Martins	0,56
Media Capital	0,50
Mota Engil	0,50
Novabase	0,92
Portucel	0,55
PT	1,35
Reditus	1,52
REN	1,00
SAG	0,50
Semapa	0,61
Sonae Imobiliária	0,26
Sonae Indústria	1,16
Sonae SGPS	1,51
Sonaecom SGPS	1,28
Soporcel	0,17
Teixeira Duarte	0,66
Zon	1,14
Beta Total Médio	0,80

⁵⁷ Para cada uma das empresas calculou-se o β médio neste período, posteriormente fez-se a média aritmética de todos estes. Salienta-se que nem todas as empresas cotaram neste período, pelo que se fez o β médio dos anos em que estavam em negociação dentro deste período.

▪ **Prémio de risco de mercado ($r_m - r_f$)**

O prémio de risco utilizado baseia-se na literatura existente sobre este assunto para o mercado Português. Conforme o quadro abaixo, determinou-se um prémio de risco de 6,17% com um desvio padrão correspondente de 0,49%:

Quadro 3 – Prémio de risco

Mercado	Autor(es)	Metodologia	Prémio de Risco		
			Curto Prazo	Longo Prazo	L/Prazo Usados
AMERICANO	Blanchard (1993)	Extensão do modelo de actualização de dividendos	ND	-2,00%	
	Booth (1999)	Média aritmética entre 1926 e 1997	9,15%	7,36%	7,36%
	Brown, Goetzmann e Ross (1995)	Análise teórica ao enviesamento de sobrevivência	~ 50% da média de Ibbotson		
	Copeland, Koller e Murrin (2000)	Média aritmética com base em períodos de 2 anos de 1926 a 1998 e corrigido enviesamento de sobrevivência	ND	4,5%-5,0%	4,75%
	Cornell (1999)	Aplicação do modelo de actualização de dividendos multi-período	5,51%	4,27%	4,27%
	Damodaran (2002)	Média geométrica 1928-2001	7,17%	5,51%	5,51%
	Damodaran (2002)	Aplicação do modelo de actualização de dividendos com crescimento constante	ND	2,87%	
	Fama e French (2001)	Modelo de actualização de dividendos com taxas de crescimento dos dividendos e lucros entre 1951 e 2000	3,8%-4,8%	2,6%-4,3%	
	Goetzmann e Jorion (1999)	Análise da taxa de valoração do preço das acções em 39 países	- 350 pbs abaixo da média de Ibbotson		
	Ibbotson e Associates (1999)	Média aritmética histórica - 1926/1998	9,20%	7,50%	7,50%
	Okunev e Wilson (1999)	Modelo de actualização de dividendos com 1, 2 e 7 períodos, sem crescimento	5,40%	4,50%	4,50%
	Pettit (1999)	Prémio de risco implícito	5,00%		
	Siegel (1998)	Projeções baseadas nos lucros no final de 1997	-370 pbs abaixo da média de Ibbotson		
	Siegel (1999)	Análise aos enviesamentos de subestimação da rentabilidade real de activos sem risco e sobre estimação da rentabilidade realizada do mercado	ND	1%-2%	
	Welch (2000)	Inquérito a professores de finanças	ND	7,00%	7,00%
	Welch (2001)	Inquérito a professores de finanças	ND	5,00%	5,00%
PORTUGUÊS	Alpalhão e Alves (2005)	Gordon-Shapiro e Godfrey-Espinosa		6% - 7%	6,50%
	Neves (2002)	Média da média aritmética e geométrica histórica - 1990-2000	ND	6,60%	6,60%
	Neves (2002)	Modelo de actualização de dividendos - 2000	ND	5,47%	5,47%
	Neves (2002)	Modelo de avaliação de opções - Hsia (1991)	ND	5,50%	5,50%
	Neves (2002)	CAPM com 3º momento	4,41%	ND	
	Neves e Pimentel (2002)	Média Aritmética - 1993-2001	6,75%	6,37%	6,37%
	Pimentel (2002)	Preço do risco constante de Merton (1980)	ND	6,50%	6,50%
	Pimentel (2002)	Modelo de Damodaran para mercados com pouco histórico	ND	6,57%	6,57%
		TOTAL EXCLUÍDO OUTLIERS	Média		5,96%
			Desvio-padrão		1,00%
		TOTAL PARA PORTUGAL	Média		6,17%
			Desvio-padrão		0,49%

Fonte: Avaliação Financeira das Alternativas de Localização para o Novo Aeroporto de Lisboa (2007)

- **Taxa de actualização (r_e)**

Através da Equação (8) e utilizando os parâmetros anteriormente mencionados determinou-se uma taxa de actualização de 9,43%. Esta é a taxa pela qual os resultados supra-normais utilizados no modelo são descontados/actualizados. Mais uma vez se refere, que para efeitos deste trabalho esta taxa é constante ao longo do período em análise (2000 – 2008) e não varia de empresa para empresa.

6. RESULTADOS EMPÍRICOS

Os resultados apresentados baseiam-se na estimação da Equação (7) para cada um dos anos em análise e para o total do período.⁵⁸ Para cada ano é verificada a relevância estatística das variáveis explicativas e testada a hipótese de miopia. Procedimento idêntico é seguido para o estudo de todo o período.

Como referido anteriormente, assume particular interesse no estudo da miopia a definição de curto prazo. Neste trabalho são apresentadas duas definições e sobre estas são aplicados os testes indicados. Assim, numa primeira análise define-se curto prazo como os resultados supra-normais esperados para o ano em questão (FY1) e o longo prazo como o somatório dos resultados supra-normais esperados para além do primeiro ano (FY2+FY3+FY4); a segunda definição de curto prazo analisada corresponde aos resultados supra-normais esperados para os dois primeiros anos (FY1+FY2), pelo que o longo prazo é expresso pelos resultados supra-normais esperados para além do segundo ano (FY3+FY4).

A estimação da Equação (7), bem como outras regressões efectuadas, foram feitas no âmbito deste trabalho com recurso ao software SPSS. O *output* das regressões efectuadas para cada ano encontram-se nos Anexos 1 a 18.⁵⁹

6.1 Primeira definição de curto prazo

Antes de se efectuar qualquer inferência estatística é necessário verificar se as hipóteses do modelo de regressão linear são violadas, mais concretamente testar se nas regressões efectuadas existe autocorrelação⁶⁰ e heterocedasticidade.⁶¹

⁵⁸ A análise de todo o período em estudo é efectuada através dos coeficientes médios (9 anos), desvios padrões médios e correspondentes estatísticas t e p - value.

⁵⁹ Salienta-se que em cada uma das regressões efectuadas a variável que representa o longo prazo foi chamada de Valor Residual, isto por facilidade de designação. No entanto, não se deve confundir esta com o valor residual apresentado anteriormente e que representa os resultados supra-normais do último ano do horizonte temporal calculados em perpetuidade.

⁶⁰ A autocorrelação é um problema exclusivo dos modelos temporais e acontece quando os resíduos do modelo estimado estão correlacionados entre si. $E(\varepsilon_i \varepsilon_j) = 0$, para $i \neq j$ (ausência de autocorrelação)

⁶¹ Existe heterocedasticidade quando a variância do termo de erro, ε_i , não é constante de observação para observação. $E(\varepsilon_i) = \sigma^2$, para $i = 1, 2, \dots, n$ (homocedasticidade ou ausência de heterocedasticidade)

O teste à autocorrelação foi efectuado através da estatística de Durbin-Watson (d). Através do valor desta estatística em cada ano verifica-se que o seu valor assume valores em torno de 2 (não muito distantes) o que permite concluir pela inexistência de autocorrelação de 1ª ordem nas séries anuais e no total do período:

Quadro 4 – Estatística Durbin-Watson (Curto prazo =1 ano)

<u>Anos</u>	<u>Durbin - Watson</u>
2000	2,533
2001	1,940
2002	2,295
2003	2,469
2004	1,209
2005	1,871
2006	1,445
2007	1,809
2008	1,944
Média	1,946

Os valores da estatística Durbin-Watson para cada ano encontram-se nos Anexos 1 a 9.

Para testar a existência de heterocedasticidade utilizámos o caso especial do Teste de White descrito por Wooldridge (2009, pp. 275-276). Assim, foi definida a seguinte regressão auxiliar:

$$e_i^2 = \delta_0 + \delta_1 \hat{P} + \delta_2 \hat{P}^2 + \omega \quad (9)$$

em que e_i^2 são os quadrados dos resíduos de cada uma das regressões originais (Equação 7) e \hat{P} e \hat{P}^2 são os valores previstos do preço por acção e do quadrado do preço respectivamente, também dados em cada uma das regressões originais. A estatística de teste utilizada foi nR_{aux}^2 , em que a hipótese de homocedasticidade (inexistência de heterocedasticidade) é verdadeira quando $nR_{aux}^2 \sim \chi^2_{(2)}$. A hipótese nula é rejeitada se $nR_{aux}^2 > \chi^2_{(2)}$ ou $p\text{-value} < \alpha$. Hipótese a testar: $H_0: \delta_1 = \delta_2 = 0$ (homocedasticidade).

Quadro 5 – Teste Heterocedasticidade (Curto prazo=1 ano)

Anos	Estatística de Teste	p - value
2000	2,019	0,364
2001	3,703	0,157
2002	2,040	0,361
2003	2,942	0,230
2004	3,217	0,200
2005	2,519	0,284
2006	1,441	0,487
2007	0,531	0,767
2008	3,967	0,138

Através da análise do quadro acima apresentado conclui-se pela não existência de heterocedasticidade [não se rejeita H_0 para um nível de significância (α) de 5% e também 10%] nas séries anuais.

Verificadas as hipóteses do modelo de regressão, procede-se de seguida à análise da adequacidade do modelo estimado e relevância estatística dos parâmetros de cada uma das variáveis explicativas.

Através da tabela “ANOVA” (Anexos 1 a 9) verifica-se que para cada ano o modelo estimado é significativo em aproximadamente 99% (nível Sig. < 0,01). Pela análise de cada uma das regressões anuais verifica-se também que uma grande proporção da variação total do preço de uma acção é explicada pela sua relação linear com as variáveis explicativas estabelecidas (*book value* no início do ano, resultados supra-normais no fim do ano e resultados supra-normais para além do 1^a ano) – no período de 2000 a 2008 o R^2 ajustado médio é de 0,73. Quanto à relevância estatística dos parâmetros das variáveis explicativas (conforme Anexos 1 a 9), só o *book value* no início ano assume poder explicativo na maioria dos anos estudados:⁶²

⁶² O teste de hipóteses conduzido foi: $H_0: \beta_i = 0$ contra $H_1: \beta_i \neq 0$. A estatística de teste utilizada foi $t_{b_i} = \frac{b_i}{s_{b_i}} \sim t_{(n-k-1)}$, sendo a hipótese nula rejeitada se $p\text{-value} < \alpha$. A rejeição da hipótese nula significa que o parâmetro testado é estatisticamente relevante. Refere-se que $t_{(n-k-1)}$ é o valor dado pela tabela da t de Student para o nível de significância estabelecido (α), n é o número de observações em cada ano e k o número de regressores (3). b_i é o coeficiente de cada variável explicativa dado pela regressão e s_{b_i} é o respectivo desvio padrão.

Quadro 6 – Relevância estatística dos parâmetros (Curto prazo=1 ano)

Variável	Nº de anos em que é estatisticamente relevante (c/ nível de significância = 0,05)	Nº de anos em que é estatisticamente relevante (c/ nível de significância = 0,10)
<i>Book value</i> início ano (β_1)	8	8
Resultados supra-normais fim do ano (β_2)	1	2
Resultados supra-normais para além do 1º ano (β_3)	2	3

Na maioria dos anos tanto os resultados supra-normais esperados para o fim do ano como os esperados para além do 1º ano não são estatisticamente relevantes para explicar as variações do preço de uma acção. Uma possível explicação para esta limitação pode ser a reduzida dimensão da amostra obtida em cada ano (em média 14 empresas por ano). Como tal, é necessária precaução na inferência estatística a efectuar sobre cada parâmetro e nas conclusões a retirar do modelo.

Tendo em conta estas limitações e o possível grau de enviesamento daí decorrente, procedeu-se ao teste à miopia em cada uma das séries anuais – hipóteses a testar: $H_0: \beta_1=\beta_2=\beta_3=1$ contra $H_1: \beta_1>1; \beta_2>1$ e $\beta_3<1$. A hipótese nula representa a eficiência de mercado, ou seja os investidores valorizam de igual forma os ganhos a obter tanto no curto como no longo prazo e a hipótese alternativa representa a preferência dos investidores pelos ganhos imediatos sobrevalorizando assim estes em detrimento de ganhos previstos para horizontes temporais mais longínquos. A Tabela 7 apresenta a caracterização do mercado em cada um dos anos em estudo com base nos testes estatísticos efectuados a um nível de significância de 5% e utilizando a seguinte estatística de teste: $t_{b_i} = \frac{b_i - 1}{s_{b_i}}$

$\sim t_{(n-k-1)}$.⁶³ Estes testes foram feitos sobre o *output* de cada uma das regressões constantes dos Anexos 1 a 9:

⁶³ A rejeição da hipótese nula ($\beta_1=\beta_2=\beta_3=1$) é feita se $t_{b_i} > t_{(n-k-1);\alpha}$ para o teste unilateral à direita e se $t_{b_i} < -t_{(n-k-1);\alpha}$ para o teste unilateral à esquerda. Refere-se que $t_{(n-k-1);\alpha}$ é o valor dado pela tabela da t de Student.

Quadro 7 – Caracterização anual do mercado (Curto prazo=1 ano)

Ano	Mercado
2000	Eficiente
2001	Eficiente
2002	Perspectiva curto prazo
2003	Perspectiva curto prazo *
2004	Sobrevaloriza valor patrimonial
2005	Sobrevaloriza valor patrimonial
2006	Sobrevaloriza valor patrimonial
2007	Sobrevaloriza valor patrimonial
2008	Eficiente

Tendo em conta as limitações acima mencionadas, o mercado accionista português apresenta características de perspectiva de curto prazo apenas nos anos de 2002 e 2003, sendo que para o ano de 2003 assume uma caracterização especial pois os investidores sobrevalorizaram o valor patrimonial, ou seja, o *book value* no início do ano ($\beta_1 > 1$), valorizam de forma eficiente os resultados supra-normais esperados no fim do ano ($\beta_2 = 1$) e subvalorizam os resultados supra-normais esperados para além de 1 ano ($\beta_3 < 1$). Para os anos 2000, 2001 e 2008 a hipótese de eficiência é respeitada, ou seja, os investidores valorizam de igual forma o *book value*, os resultados esperados no imediato e os resultados esperados num horizonte temporal mais distante ($\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 1$). Interessantes são os casos dos anos 2004 a 2007, em que os investidores sobrevalorizam o valor patrimonial, que incorpora não só o capital já investido na empresa como também os ganhos já ocorridos (*book value* no início do ano), e não sobrevalorizam os ganhos esperados no curto prazo nem subvalorizam os ganhos esperados para o longo prazo ($\beta_1 > 1$ e $\beta_2 = \beta_3 = 1$). Tal, reflecte uma visão patrimonial do valor da empresa. O que mais influencia o preço das acções e as suas variações é o valor reconhecido nas contas da empresa. Tanto quanto sabemos, não existe referência na literatura sobre esta característica. No entanto, a concentração no valor patrimonial pode ser justificada, em parte, pelos resultados descritos por Dechow et al. (1999) que indicam que o *book value* contém alguma informação relevante quanto ao valor fundamental da empresa para além daquela incorporada nas estimativas dos analistas para os ganhos futuros.

Se considerarmos um nível de significância de 10%, as únicas diferenças no comportamento do mercado ocorrem nos anos de 2004 e 2006. Nestes anos o mercado passa a caracterizar-se por uma sobrevalorização dos ganhos já obtidos (*book value*), valoriza de forma eficiente os resultados

supra-normais esperados no fim do ano e subvaloriza os resultados supra-normais esperados para além de 1 ano (Perspectiva curto prazo *).

O Quadro 8 apresenta os resultados do estudo feito a todo o período, 2000 a 2008. Para tal, utilizaram-se os coeficientes e desvios padrão médios das nove regressões efectuadas (Anexos 1 a 9) e foram calculadas as respectivas estatísticas t e p-value.

Quadro 8 – Testes à miopia na totalidade do período (Curto prazo=1 ano)

Variável	Coeficiente médio	Desvio padrão médio	t Stat	P-value	Sig. Estatística coef.		Teste miopia ($\alpha=0,05$)		Teste miopia ($\alpha=0,1$)	
					$\alpha = 0,05$	$\alpha = 0,1$	t_{obs}	$t_{(n-k-1),\alpha}$	t_{obs}	$t_{(n-k-1),\alpha}$
Book value início ano (β_1)	1,905697486	0,480019742	3,97003981	0,010635755	Sim	Sim	1,886792	2,015	1,8867922	1,476
Resultados supra-normais fim do ano (β_2)	-2,113359457	6,43481581	-0,32842579	0,755898037	Não	Não	-0,48383	2,015	-0,48383	1,476
Resultados supra-normais para além do 1º ano (β_3)	0,903596912	0,374192749	2,414790007	0,060505174	Não	Sim	-0,25763	-2,015	-0,257629	-1,476

O R^2 ajustado médio é de 0,73 o que se traduz num bom poder explicativo da regressão e que segundo Abarbanell e Bernard (2000), é consistente com a hipótese de eficiência de mercado e com um baixo erro de mensuração dos regressores – ou a capacidade de algum ou alguns regressores compensarem os erros de mensuração de outros. Quanto à relevância estatística dos parâmetros verifica-se uma situação semelhante à de cada uma das séries anuais. A um nível de significância de 5% só o *book value* no início do ano é significativo, estabelecendo o nível de significância em 10% os resultados supra-normais para além de 1 ano, variável que representa o longo prazo, passam a ser também significativos.⁶⁴

Tendo em atenção estas limitações estatísticas, efectuou-se o teste à miopia do mercado para o total dos anos estudados – hipóteses a testar: $H_0: \beta_1=\beta_2=\beta_3=1$ contra $H_1: \beta_1>1; \beta_2>1$ e $\beta_3<1$.⁶⁵ A um nível de significância de 5% não se rejeita a hipótese nula, ou seja, os investidores valorizam igualmente os ganhos já ocorridos, os esperados no imediato e os esperados no longo prazo (eficiência de mercado). Com um nível de significância de 10%, os investidores sobrevalorizam o valor patrimonial – o mercado atribui um peso de 1,91 ao *book value* – mas não se rejeita a hipótese nula para os resultados supra-normais esperados no fim do ano e para além do 1º ano. Para estas duas últimas variáveis explicativas o mercado atribui-lhes um peso concordante com a hipótese de eficiência, ou seja, $\beta_2=1$ e $\beta_3=1$. Estamos pois perante um comportamento de mercado, já referido

⁶⁴ A relevância estatística foi testada conforme descrito na supra nota 62.

⁶⁵ O teste à miopia foi efectuado conforme o descrito na supra nota 63.

anteriormente, que se caracteriza pela sua concentração no valor já reconhecido nas contas da empresa, sendo o histórico dos resultados e o capital já investido a variável que mais influencia o preço das acções.

6.2 Segunda definição de curto prazo

Efectuamos agora uma análise de sensibilidade pela qual se define o curto prazo como os resultados supra-normais esperados para os primeiros dois anos (FY1+FY2), sendo o longo prazo expresso pelos resultados supra-normais esperados para além do segundo ano (FY3+FY4) – Anexos 10 a 18.

Pelo valor da estatística Durbin-Watson (d) em cada ano verifica-se que esta assume valores em torno de 2 (não muito distantes) o que permite concluir pela inexistência de autocorrelação de 1ª ordem nas séries anuais e no total do período:

Quadro 9 – Estatística Durbin-Watson (Curto prazo =2 anos)

<u>Anos</u>	<u>Durbin - Watson</u>
2000	2,246
2001	2,012
2002	2,401
2003	2,481
2004	1,168
2005	1,975
2006	1,479
2007	1,793
2008	1,966
Média	1,947

Para testar a existência de heterocedasticidade utilizámos o mesmo Teste de White mencionado no ponto anterior. Assim:

Quadro 10 – Teste Heterocedasticidade (Curto prazo=2 anos)

<u>Anos</u>	<u>Estatística de Teste</u>	<u>p - value</u>
2000	2,340	0,310
2001	3,368	0,186
2002	2,382	0,304
2003	2,929	0,231
2004	3,016	0,221
2005	1,694	0,429
2006	1,360	0,507
2007	0,557	0,757
2008	3,660	0,160

Também aqui conclui-se pela não existência de heterocedasticidade [não se rejeita H_0 para um nível de significância (α) de 5% e também 10%] nas séries anuais.

Dado que não existe violação das hipóteses do modelo de regressão, procede-se em seguida à análise do modelo e de cada um dos parâmetros das variáveis explicativas.

Pela tabela “ANOVA” (Anexos 10 a 18) constata-se que para cada ano o modelo estimado é significativo em aproximadamente 99% (nível Sig. < 0,01). Pela análise de cada uma das regressões anuais verifica-se também que 73% da variação total do preço de uma acção é explicada pela sua relação linear com as variáveis explicativas estabelecidas – no período de 2000 a 2008 o R^2 ajustado médio é de 0,73. Da mesma forma que no ponto anterior, só o *book value* no início do ano assume poder explicativo na maioria dos anos estudados:

Quadro 11 – Relevância estatística dos parâmetros (Curto prazo=2 anos)

<u>Variável</u>	<u>Nº de anos em que é estatisticamente relevante (c/ $\alpha = 0,05$)</u>	<u>Nº de anos em que é estatisticamente relevante (c/ $\alpha = 0,1$)</u>
<i>Book value</i> início ano (β_1)	8	8
Resultados supra-normais próximos 2 anos (β_2)	1	2
Resultados supra-normais para além do 2º ano (β_3)	3	3

Na maioria dos anos a relevância estatística, tanto dos resultados supra-normais esperados para os próximos 2 anos como para além do 2º ano, falha. Mais uma vez referimos, que é necessária precaução na inferência estatística a efectuar e nas conclusões a retirar do modelo.⁶⁶

Atendendo às limitações estatísticas identificadas, e como efectuado no ponto anterior, procedeu-se ao teste à miopia em cada uma das séries anuais – hipóteses a testar: $H_0: \beta_1=\beta_2=\beta_3=1$ contra $H_1: \beta_1>1; \beta_2>1$ e $\beta_3<1$. A Tabela 12 apresenta a caracterização do mercado em cada um dos anos em estudo com base nos testes estatísticos efectuados a um nível de significância de 5% e utilizando a seguinte estatística de teste: $t_{b_i} = \frac{b_i - 1}{s_{b_i}} \sim t_{(n-k-1)}$.⁶⁷ Os testes foram efectuados sobre o *output* de cada uma das regressões constantes dos Anexos 10 a 18:

Quadro 12 – Caracterização anual do mercado (Curto prazo=2 anos)

<u>Ano</u>	<u>Mercado</u>
2000	Eficiente
2001	Eficiente
2002	Perspectiva curto prazo *
2003	Perspectiva curto prazo *
2004	Sobrevaloriza valor patrimonial
2005	Sobrevaloriza valor patrimonial
2006	Sobrevaloriza valor patrimonial
2007	Sobrevaloriza valor patrimonial
2008	Eficiente

Pelo quadro acima verifica-se que o mercado accionista português apresenta um tipo especial de perspectiva de curto prazo, já identificado no ponto anterior, nos anos 2002 e 2003. Os investidores sobrevalorizaram o valor patrimonial, ou seja, o *book value* no início do ano ($\beta_1>1$), valorizam de forma eficiente os resultados supra-normais esperados nos primeiros 2 anos ($\beta_2=1$) e subvalorizam os resultados supra-normais esperados para além de 2 anos ($\beta_3<1$). Como na definição anterior de curto prazo, nos anos 2000, 2001 e 2008 o mercado assume características de eficiência, ou seja, os investidores valorizam de igual forma o *book value*, os resultados esperados no imediato e os resultados esperados num horizonte temporal mais distante ($\beta_1=\beta_2=\beta_3=1$). Novamente, são de particular interesse os anos de 2004 a 2007, em que o mercado reflecte uma concentração (sobrevalorização) no valor patrimonial (*book value* no início do ano) e valoriza de forma eficiente os ganhos esperados no curto prazo e os ganhos expectáveis para o longo prazo ($\beta_1>1$ e $\beta_2=\beta_3=1$).

⁶⁶ A relevância estatística foi testada conforme descrito na supra nota 62.

⁶⁷ O teste à miopia foi efectuado conforme o descrito na supra nota 63.

Como referido anteriormente, tal pode indicar que o *book value* contém alguma informação relevante quanto ao valor para além daquela incorporada nas estimativas dos analistas para os ganhos futuros.

Se estabelecermos um nível de significância de 10%, as únicas diferenças no comportamento do mercado ocorrem nos anos de 2002 e 2006. Em 2002 o mercado passa a assumir uma perspectiva de curto prazo “pura”, ou seja, sobrevaloriza o *book value* e os resultados esperados para os próximos dois anos e subvaloriza os ganhos esperados para além do 2º ano ($\beta_1 > 1$; $\beta_2 > 1$ e $\beta_3 < 1$). No ano de 2006, o mercado passa a sobrevalorizar o *book value* ($\beta_1 > 1$), valoriza de forma eficiente os resultados supra-normais esperados nos próximos 2 anos ($\beta_2 = 1$) e subvaloriza os resultados supra-normais esperados para além do 2º ano ($\beta_3 < 1$) – perspectiva curto prazo *.

Os resultados do estudo feito a todo o período, 2000 a 2008, são apresentados no Quadro 13. Utilizaram-se os coeficientes e desvios padrão médios das nove regressões efectuadas (Anexos 9 a 18) e foram calculadas as respectivas estatísticas t e p-value.

Quadro 13 – Testes à miopia na totalidade do período (Curto prazo=2 anos)

Variável	Coeficiente médio	Desvio padrão médio	t Stat	P-value	Sig. Estatística coef.		Teste miopia ($\alpha=0,05$)		Teste miopia ($\alpha=0,1$)	
					$\alpha = 0,05$	$\alpha = 0,1$	t_{obs}	$t_{(n-k-1),\alpha}$	t_{obs}	$t_{(n-k-1),\alpha}$
Book value início ano (β_1)	1,938278617	0,474675425	4,083376796	0,009508322	Sim	Sim	1,976674	2,015	1,976674	1,476
Resultados supra normais próximos 2 anos (β_2)	-1,411918367	3,516697744	-0,40148983	0,704644365	Não	Não	-0,68585	2,015	-0,68585	1,476
Resultados supra-normais para além do 2º ano (β_3)	0,987684413	0,424617778	2,326055253	0,067542195	Não	Sim	-0,029	-2,015	-0,029	-1,476

O R^2 ajustado médio é de 0,73 o que se traduz num bom poder explicativo da regressão e que como já referido é consistente com a hipótese de eficiência de mercado e com um baixo erro de mensuração dos regressores – ou a capacidade de algum ou alguns regressores compensarem os erros de mensuração de outros. Quanto à relevância estatística dos parâmetros, a um nível de significância de 5% só o *book value* no início do ano é significativo, estabelecendo o nível de significância em 10% os resultados supra-normais para além do 2ª ano, variável que representa o longo prazo, passam a ser também significativos.⁶⁸

Tendo em consideração estas limitações estatísticas, efectuou-se o teste à miopia do mercado para o total dos períodos – hipóteses a testar: $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 1$ contra $H_1: \beta_1 > 1; \beta_2 > 1$ e $\beta_3 < 1$.⁶⁹ A um nível

⁶⁸ A relevância estatística foi testada conforme descrito na supra nota 62.

⁶⁹ O teste à miopia foi efectuado conforme o descrito na supra nota 63.

de significância de 5% não se rejeita a hipótese nula, ou seja, o mercado é eficiente. Já a um nível de significância de 10%, os investidores sobrevalorizam o *book value* (coeficiente médio do *book value* = 1,94), mas quanto aos resultados supra-normais esperados nos próximos 2 anos e para além de 2 anos, os investidores atribuem-lhes um peso concordante com a hipótese de eficiência, ou seja, $\beta_2=1$ e $\beta_3=1$. Assim, o comportamento de mercado caracteriza-se pela sobrevalorização do valor patrimonial, sendo o capital já investido na empresa e o histórico dos resultados aquilo que mais influencia a variação do preço das acções.

Na análise de sensibilidade efectuada, quanto à definição de curto prazo, de uma forma genérica não existe diferença nos resultados obtidos. Para ambas as definições de curto prazo, a um nível de significância de 5% o mercado é eficiente, ou seja, não existe evidência de miopia, e a um nível de significância de 10% o mercado sobrevaloriza o valor patrimonial (ganhos já ocorridos mais capital já investido).

6.3 Limitações

Na elaboração deste trabalho dois tipos de limitações foram encontrados: relacionadas com o próprio modelo e outras relacionadas com os dados.

O modelo aplicado utiliza as estimativas dos *book value* e dos resultados e estas devem reflectir toda a informação disponível em cada momento. Se as estimativas da I/B/E/S não possuírem esta característica é de esperar que os coeficientes da regressão estejam enviesados.

A aplicação do modelo foi feita com recurso a uma taxa de actualização constante ao longo do tempo e de empresa para empresa. Abarbanell e Bernard (2000) referem que erros no cálculo da taxa de actualização podem influenciar os resultados alcançados. Uma taxa constante para todo o período em estudo não incorpora a estrutura temporal das taxas de actualização e pode influenciar principalmente o desconto das estimativas de longo prazo. No entanto, no entender dos autores só uma estrutura temporal com uma diferença acentuada entre o presente, curto prazo e longo prazo poderá influenciar os resultados obtidos. O facto da taxa aplicada ser indiferenciada entre empresas não reconhece as diferenças de risco entre cada uma. Pode acontecer, por exemplo, que a taxa aplicada seja muito baixa para empresas de reduzida dimensão ou pertencentes a um sector com maior risco.

No que respeita aos dados, amostras pequenas diminuem a relevância estatística dos resultados – pequeno número de empresas e série temporal reduzida no trabalho desenvolvido. O mercado accionista Português, apesar do seu desenvolvimento na última década, ainda é caracterizado pela sua reduzida dimensão e baixo dinamismo. No final do ano de 2008 estavam cotadas em bolsa apenas 55 empresas e algumas acções não são transaccionadas com frequência. Uma implicação desta realidade é o reduzido número de analistas que seguem as empresas cotadas. Mesmo em empresas do PSI20, o número de analistas que as acompanham é diminuto, sendo as excepções aplicáveis às empresas de maior dimensão (BCP, BES, PT, EDP). Como tal, as estimativas sobre resultados e *book value* não abundam. Por exemplo, na elaboração deste trabalho verificámos que algumas estimativas, para algumas empresas, em determinados momentos, correspondiam apenas a um analista. Esta realidade provocou algumas dificuldades na obtenção das estimativas. Na I/B/E/S estimativas efectuadas em anos anteriores a 2000 não são suficientes para se conseguir uma amostra para se efectuarem as devidas regressões e inferência estatística. Por este facto, tivemos de restringir a nossa série temporal, começando no ano 2000. Verificámos também que mesmo no período temporal estudado, existiram anos em que os analistas não lançaram estimativas de *book value* e/ou resultados para algumas empresas, o que não permitiu a inclusão destas no modelo. Como evidenciado no Quadro 1, em nenhum dos anos analisados foi possível incluir todas as empresas do PSI20. Consideramos pois, que esta situação constitui uma das possíveis explicações para as limitações estatísticas verificadas neste trabalho.

7. CONCLUSÃO

O pressuposto de eficiência do mercado é desde há várias décadas explorado na investigação realizada em finanças. Apesar de até hoje, esta hipótese não ter sido refutada por completo, vários são os que a questionam e consideram apenas um conceito teórico e como tal não verificado na realidade. Com a crise financeira que surgiu em finais de 2007, a discussão em torno da eficiência do mercado ganhou força e provavelmente foi o momento em que mais foi posta em causa. Mas concluir pela sua não existência obriga a que se defina claramente que tipo ou tipos de ineficiências existem. Qual a hipótese alternativa a utilizar num teste à eficiência do mercado? É necessário definir claramente o grau ou extensão do que se pretende testar.

Neste trabalho procurou-se uma evidência empírica sobre o contínuo debate em torno da perspectiva de curto prazo dos mercados – miopia. Sendo esta uma ineficiência do mercado, testou-se se o mercado accionista Português era ou não eficiente quanto à ponderação que atribui a cada uma das componentes do valor fundamental de uma empresa: *book value*, e resultados supra-normais esperados no curto prazo e no longo prazo.

O estudo efectuado baseou-se no índice PSI20, para o período compreendido entre 2000 e 2008. Como a definição de curto prazo pode ser discutível efectuámos uma análise de sensibilidade considerando duas interpretações de curto prazo: numa primeira considerámos o curto prazo igual a um ano e numa segunda igual a dois anos. Em ambas, e através da análise efectuada a cada um dos anos, verificou-se: eficiência em três anos (2000, 2001 e 2008); o fenómeno de miopia, observou-se em apenas dois anos (2002 e 2003), sendo que na primeira definição de curto prazo, no ano de 2003 os investidores não sobrevalorizaram os ganhos imediatos mas sobrevalorizaram o valor patrimonial (*book value*) e subvalorizaram os ganhos de longo prazo – esta característica particular verificou-se em 2002 e 2003 quando considerámos dois anos como curto prazo; para os anos de 2004 a 2007 o mercado reflecte um comportamento especial, pois sobrevaloriza o valor patrimonial e valoriza de forma eficiente os ganhos esperados no curto prazo e no longo prazo.

Quando se analisa a totalidade do período, e para ambas as definições de curto prazo estabelecidas, os resultados encontrados favorecem a hipótese de eficiência do mercado accionista Português, a um nível de significância de 5%. No entanto, se estabelecermos este nível em 10%, e em ambas as definições de curto prazo, verificamos que o mercado Português sobrevaloriza o valor patrimonial e

valoriza de forma eficiente os resultados expectáveis tanto no curto como no longo prazo, ou seja, o que mais influencia o preço das acções e as suas variações é o valor já reconhecido nas contas da empresa. Este achado pode ser explicado, em parte, pelo facto do *book value* conter alguma informação relevante quanto ao valor fundamental da empresa para além daquela incorporada nas estimativas dos analistas para os ganhos futuros. Outra explicação acerca da sobrevalorização desta componente, pode ser a maior importância dada a aspectos patrimoniais por parte dos investidores. Estes admitem que muito do valor fundamental da empresa advém do que está registado nas suas contas, mais concretamente na rubrica de Capitais Próprios, e que representa o capital já investido pelos accionistas e os resultados já realizados em exercícios passados. Aliás, consideramos que esta explicação está em linha com as características de um mercado accionista de reduzidas dimensões e pouco dinâmico, como é o caso do Português. Neste tipo de mercado, o valor fundamental ainda é muito baseado no que está no Relatório de Contas da empresa (visão patrimonial), sendo que o consenso dos analistas sobre expectativas futuras é menos valorizado.

Referimos que no apuramento das conclusões aqui apresentadas, detectámos que algumas componentes do modelo utilizado não possuíam relevância estatística. Como já mencionado, uma possível explicação para tal é a reduzida dimensão da amostra utilizada e uma série temporal não muito longa. Estas limitações devem-se ao reduzido número de analistas que acompanham as empresas cotadas no mercado Português e consequentemente à falta, por vezes, de estimativas de *book value* e/ou resultados. No entanto, acreditamos que as nossas conclusões não são postas em causa, dado que para um nível de significância baixo (5%) a hipótese nula não foi rejeitada, ou seja, a hipótese de eficiência.

Apresentadas as conclusões deste trabalho consideramos que seria interessante em trabalhos futuros perceber, através de análise empírica, o achado que aqui mencionámos sobre a maior ponderação atribuída pelos investidores ao valor patrimonial enquanto componente do valor fundamental de uma empresa. Uma possível explicação aqui apresentada foi a da reduzida dimensão e baixo dinamismo do mercado Português, no entanto, a validação empírica desta hipótese traria valor acrescentado.

Sendo certo que o mercado Português é reduzido e de fraco dinamismo, com a introdução do novo regime fiscal, aplicável ao saldo anual entre mais e menos-valias de valores mobiliários, alguns defendem que a tributação deste saldo vai contribuir ainda mais para uma condição periférica do mercado de capitais Português. Seria pois interessante, em investigação futura, avaliar se esta

alteração fiscal contribui de facto para agravar o baixo dinamismo do mercado de capitais Português.

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABARBANEL, J. e BERNARD, V. “Is the U.S. Stock Market Myopic?”. *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, No. 2 (Autumn, 2000), pp. 221-242.
- ALLEN, F. e GALE, D. “A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US”. *European Economic Review* 39 (1995), pp. 179-209.
- ANSON, M.; WHITE, T. e HO, H. “The Shareholder Wealth Effects of CALPERS’ Focus List”. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, No. 3 (Winter, 2003), pp. 8-17.
- BALBINA, M. e MARTINS, N. C. “The Analysis of Seasonal Return Anomalies in the Portuguese Stock Market”. Working Paper 11 Banco de Portugal (Sept., 2002).
- BARBER, B. M. e LYON, J. D. “Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics”. *Journal of Financial Economics* 43 (1997), pp. 341- 372.
- BERGSTRESSER, D. e PHILIPPON, T. “CEO incentives and earnings management”. *Journal of Financial Economics* 80 (2006), pp. 511–529
- BERNARD, V. “The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists”. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No.2 (Spring, 1995), pp. 733-747.
- BERNARD, V. e THOMAS, J. K. “Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?”. *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, Current Studies on The Information Content of Accounting Earnings (1989), pp. 1-36.
- BHIDE, A. “The hidden costs of stock market liquidity”. *Journal of Financial Economics* 34 (1993), pp. 31-51.
- BHIDE, A. “Efficient Markets, Deficient Governance”. *Harvard Business Review* (November-December, 1994), pp. 129-139.
- BLACK, A. e FRASER, P. “Stock market short-termism - an international perspective”. *Journal of Multinational Financial Management* 12 (2002), pp. 135–158.
- BOLTON, P.; SCHEINKMAN, J. e XIONG, W. “Executive Compensation and Short-Termist Behaviour in Speculative Markets”. *Review of Economic Studies* 73 (2006), pp. 577-610.
- BREALEY, R. A. e MYERS, S. C. “Princípios de Finanças Empresariais”. Versão portuguesa. 5ª edição. McGraw-Hill (1998).
- BUSHEE, B. J. “The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior”. *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 3 (Jul., 1998), pp. 305-333.
- BUSHEE, B. J. “Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?”. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, No. 2 (Summer, 2001), pp. 207-246.

CAMPBELL, J. Y. e SHILLER, R. J. “Co integration and tests of PV models”. *Journal of Political Economy* 95 (1987), pp. 1062–1088.

CAMPBELL, J. Y. e SHILLER, R. J. “Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends”. *The Journal of Finance*, Vol. 43, Issue 3 (Jul., 1988), pp. 661-676.

CAMPBELL, J. Y. e SHILLER, R. J. “The dividend–price ratio and expectations of future dividends and discount factors”. *Review of Financial Studies*, Vol. 1, Issue 3 (1989), pp. 195–228.

CHARKHAM, J. “Keeping Good Company: A study of corporate governance in five countries”. Oxford, New York, Oxford University Press (1995).

CLARK, G. L. “Myopia and the global financial crisis: short-termism, context-specific reasoning, and market structure”. *SPACES online*, Vol. 8, Issue 2010-01. Toronto and Heidelberg: www.spaces-online.com.

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS. “Relatório Sobre a Situação Geral dos Mercados de Valores Mobiliários”. (2008).

CUTHBERTSON, K.; HAYES, S. e NITZSCHE, D. “The Behaviour of UK Stock Prices and Returns: Is the Market Efficient?”. *The Economic Journal*, Vol. 107, Issue 443 (Jul., 1997), pp. 986-1008.

DIAMOND, D. W. “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”. *The Review of Economic Studies*, Vol. 51, No. 3 (Jul., 1984), pp. 393-414.

DECHOW, P. M.; HUTTON, A. P. e SLOAN, R. G. “An empirical assessment of the residual income valuation model”. *Journal of Accounting and Economics* 26 (1999), pp. 1-34.

DUQUE, J. L.; CRESPO, N. F.; MATOS, P. V. e DIOGO, T. A. “Avaliação Financeira das Alternativas de Localização para o Novo Aeroporto de Lisboa”. Instituto superior de Economia e Gestão (Dez., 2007).

FAMA, E. F. “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2 (May, 1970), pp. 383-417.

FEDERATION OF EUROPEAN SECURITIES EXCHANGES. “Share Ownership Structure in Europe”. (2008).

FELTHAM, G. A. e OHLSON, J. A. “Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities”. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2 (Spring, 1995), pp. 689-731.

FRANKEL, R. e LEE, C. M. C. “Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns”. *Journal of Accounting and Economics* 25 (1998), pp. 283-319.

FRANKS, J. e MAYER, C. “Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK”. *Economic Policy*, Vol. 5, No. 10, Europe 1992 (Apr., 1990), pp. 191-231.

FROOT, K. A.; PEROLD, A. F. e STEIN, J. C. “Shareholder Trading Practices and Corporate Investment Horizons”. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 5, No. 2 (Summer, 1992), pp. 42-58.

FROOT, K. A.; SCHARFSTEIN, D. S. e STEIN, J. C. “Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation”. *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 4 (Sept., 1992), pp. 1461-1484.

FULLER, J. e JENSEN, M. C. “Just Say No To Wall Street: Putting a Stop To The Earnings Game”. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, No. 4 (Winter, 2002) pp. 41-46.

GASPAR, J. M.; MASSA, M. e MATOS, P. “Shareholder investment horizons and the market for corporate control”. *Journal of Financial Economics* 76 (2005), pp. 135–165.

GILLAN, S. L. “Recent Developments in Corporate Governance: An Overview”. *Journal of Corporate Finance* 12 (2006), pp. 381– 402.

GILLAN, S. L. e STARKS, L. T. “Institutional Investors, Corporate Ownership and Corporate Governance: Global Perspectives”. *World Institute for Development Economics Research*, Discussion Paper No. 2002/9 (Jan., 2002).

GILLAN, S. L. e STARKS, L. T. “A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence”. *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 3 (Autumn, 1998), pp. 10-34.

GLASSHOUSE FORUM. “An Edited Transcript from a Round-Table Conference on Short-Termism”. Edited by Kay Glans & Johanna Laurin. Stockholm (Jun., 2008).

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. e RAJGOPAL, S. “The economic implications of corporate financial reporting”. *Journal of Accounting and Economics* 40 (2005), pp. 3-73.

HIRSCHMAN, A. O. “Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States”. Cambridge, MA: Harvard University Press (1970).

HOSHI, T.; KASLYAP, A. e SCHARFSTEIN, D. “Bank Monitoring and Investment evidence from the changing structure of Japanese corporate banking relationships”. In *“Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment” Chapter 4, The University of Chicago Press, Chicago and London (1990).*

HOTCHKISS, E. S. e STRICKLAND, D. “Does Shareholder Composition Matter? Evidence from the Market Reaction to Corporate Earnings Announcements”. *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 4 (Aug., 2003), pp. 1469-1498.

HUTTON, W. “The Writing on the Wall: China and the West in the 21st Century”. Little Brown and Company (Sep., 2008).

JACOBS, M. T. “Short-term America: The causes and cures of our business myopia”. Boston: Harvard Business School Press (1991).

JENSEN, M. C. “The Takeover Controversy: Analysis and Evidence”. *Midland Corporate Finance Journal*, Vol. 4, No. 2 (Summer, 1986).

JENSEN, M. C. e MECKLING, W. H. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4 (Oct., 1976), pp. 305-360.

JONES, E. e DANBOLT, J. "R&D project announcements and the impact of ownership structure". *Applied Economics Letters*, vol. 10, issue 14 (2003), pp. 933-936.

KALLINTERAKIS, V. e FERREIRA, M. P. "Herding and Positive Feedback Trading in the Portuguese Stock Exchange: An Exploratory Investigation". *Fundação para a Ciência e Tecnologia, Working Paper* (2006).

KEASEY, K.; THOMPSON, S. e WRIGHT, M. "Corporate Governance: Economic, Management and Financial Issues". *Oxford University Press Inc., New York* (1997).

LAVERTY, K. J. "Economic "Short-Termism": the Debate, the unresolved issues, and the Implications for Management Practice and Research". *The Academy of Management Review*, Vol. 21, No. 3 (Jul., 1996), pp. 825-860.

LEE, C. M. C.; MYERS, J. e SWAMINATHAN, B. "What is the Intrinsic Value of the Dow?". *The Journal of Finance*, Vol. 54, Issue 5 (1999), pp. 1693-1741.

LEVINE, R. "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?". *Journal of Financial Intermediation* 11(2002), pp. 398-428.

LINTNER, J. "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets". *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 47, No. 1 (Feb., 1965), pp. 13-37.

MAJOR, M. J. e VIEIRA, R. "Contabilidade e Controlo de Gestão". *Escolar Editora* (2009).

MANNE, H. G. "Mergers and the Market for Corporate Control". *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, No. 2. (Apr., 1965), pp. 110-120.

MARTIN, R. "The Age of Customer Capitalism". *Harvard Business Review* (January-February, 2010), pp. 58-65.

MAYER, C. "Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development". In *"Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment" Chapter 12, The University of Chicago Press, Chicago and London* (1990).

MILES, D. "Testing for Short Termism in the UK Stock Market". *The Economic Journal*, Vol. 103, No. 421 (Nov., 1993), pp. 1379-1396.

MILES, D. "Testing for Short Termism in the UK Stock Market: A Reply". *The Economic Journal*, Vol. 105, No. 432 (Sep., 1995), pp. 1224-1227.

MOSSIN, J. "Equilibrium in a Capital Asset Market". *Econometrica*, Vol. 34, No. 4 (Oct., 1966), pp. 768-783.

OHLSON, J. A. "Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation". *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2 (Spring, 1995), pp. 661-687.

PORTER, M. E. “Capital Disadvantage: America/s Failing Capital Investment System”. Harvard Business Review (September-October, 1992), pp. 65-82.

RAJAN, R. G. e ZINGALES, L. “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data”. The Journal of Finance, Vol. 50, No. 5 (Dec., 1995), pp. 1421-1460.

RAPPAPORT, A. “The Economics of Short-Term Performance Obsession”. Financial Analysts Journal, Vol. 61, No. 3 (May-June, 2005), pp. 65-79.

SATCHELL, S. E. e DAMANT, D. C. “Testing for Short Termism in the UK Stock Market: A Comment”. The Economic Journal 105 (Sept., 1995), pp. 1218-1223.

SHARPE, W. F. “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”. The Journal of Finance, Vol. 19, No. 3 (Sep., 1964), pp. 425-442.

SHLEIFER, A. e VISHNY, R. W. “A Survey of Corporate Governance”. The Journal of Finance, Vol. 52, No. 2 (Jun., 1997), pp. 737-783.

SHLEIFER, A. e VISHNY, R. W. “Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms”. The American Economic Review, Vol. 80, No. 2 (May, 1990), pp. 148-153.

SLOAN, R. G. “Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?”. The accounting Review, Vol. 71, No. 3 (Jul., 1996), pp. 289-315.

STEIN, J. C. “Takeover Threats and Managerial Myopia”. The Journal of Political Economy, Vol. 96, No. 1 (Feb., 1988), pp. 61-80.

STEIN, J. C. “Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior”. The Quarterly Journal of Economics 104 (Nov., 1989), pp. 655-669.

THAKOR, A. V. “Investment Myopia and the Internal Organization of Capital Allocation Decisions”. Journal of Law, Vol. 6, No. 1 (Spring, 1990), pp. 129-154.

THAKOR, A. V. “The design of financial systems: An overview”. Journal of Banking & Finance 20 (1996), pp. 917-948.

TONELLO, M. “Revisiting Stock Market Short-Termism”. The Conference Board, Research Report, No. R-1386-06-RR (Jul., 2005).

VIVES, X. “Short-Term Investment and the Information Efficiency of the Market”. The Review of Financial Studies, Vol. 8, No. 1 (Spring, 1995), pp. 125-160.

WALKER, D. I. “The Challenge of Improving the Long-Term Focus of Executive Pay”. Boston College Law Review, Vol. 51 (2010), pp. 435-472.

WOOLDRIDGE, M. J. “Introductory econometrics: a modern approach”. 4th edition. Cengage Learning (2009).

9. ANEXOS

ANEXO 1 – Regressão dos preços das acções para o ano 2000 (Curto prazo=1 ano)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	12,219042	17,0413717	12
Book value inicio ano	3,18313	2,610382	12
Resultados supra normais fim do ano	,11525117541483	,109092697687027	12
Valor Residual	5,05931657126232	5,871869411471686	12

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,986 ^a	,973	,963	3,2898476	2,533

a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano
b. Dependent Variable: Preço

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3107,907	3	1035,969	95,718	,000 ^a
	Residual	86,585	8	10,823		
	Total	3194,492	11			

a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano
b. Dependent Variable: Preço

Coefficients ^a							
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta		Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	1,079	1,993		,541	,603	-3,516 5,674
	Book value inicio ano	-,792	,525	-,121	-1,508	,170	-2,004 ,419
	Resultados supra normais fim do ano	-31,851	14,096	-,204	-2,260	,054	-64,356 ,654
	Valor Residual	3,426	,313	1,180	10,929	,000	2,703 4,149

a. Dependent Variable: Preço

ANEXO 2 – Regressão dos preços das acções para o ano 2001 (Curto prazo=1 ano)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	4,325614	3,2818784	14
Book value inicio ano	2,577314	3,2643112	14
Resultados supra normais fim do ano	,01272037960518	,234641346628711	14
Valor Residual	1,23874412408410	2,403354035666112	14

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,906 ^a	,820	,766	1,5862651	1,940
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	
1 Regression	114,857	3	38,286	15,215	,000 ^a	
Residual	25,162	10	2,516			
Total	140,019	13				
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-,715	,870		-,822	,430	-2,653	1,223
	Book value inicio ano	1,191	,221	1,185	5,389	,000	,699	1,684
	Resultados supra normais fim do ano	-1,604	3,796	-,115	-,423	,682	-10,063	6,855
	Valor Residual	1,607	,325	1,177	4,941	,001	,882	2,331
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 3 – Regressão dos preços das acções para o ano 2002 (Curto prazo=1 ano)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	3,525238	2,6214874	13
Book value inicio ano	1,607485	,9330577	13
Resultados supra normais fim do ano	,0491735521600	,16719426215698	13
Valor Residual	,96338985884161	2,777818886589334	13

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,874 ^a	,764	,686	1,4697848	2,295
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Resultados supra normais fim do ano, Book value inicio ano					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	63,024	3	21,008	9,725	,003 ^a
	Residual	19,442	9	2,160		
	Total	82,466	12			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Resultados supra normais fim do ano, Book value inicio ano						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-,417	,930		-,448	,665	-2,520	1,687
	Book value inicio ano	2,178	,528	,775	4,123	,003	,983	3,373
	Resultados supra normais fim do ano	6,510	2,867	,415	2,271	,049	,024	12,996
	Valor Residual	,125	,182	,132	,687	,509	-,287	,537
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 4 – Regressão dos preços das acções para o ano 2003 (Curto prazo=1 ano)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	3,160447	2,5773497	15
Book value inicio ano	1,593093	,8371197	15
Resultados supra normais fim do ano	,04689266817860	,115229700258289	15
Valor Residual	1,30675224387989	1,331002958625032	15

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,911 ^a	,829	,783	1,2011019	2,469
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	77,129	3	25,710	17,821	,000 ^a
	Residual	15,869	11	1,443		
	Total	92,998	14			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-1,248	,691		-1,806	,098	-2,768	,273
	Book value inicio ano	2,880	,432	,935	6,664	,000	1,929	3,832
	Resultados supra normais fim do ano	,996	3,234	,045	,308	,764	-6,123	8,115
	Valor Residual	-,174	,300	-,090	-,578	,575	-,835	,488
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 5 – Regressão dos preços das acções para o ano 2004 (Curto prazo=1 ano)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	3,762608	2,9504430	12
Book value inicio ano	1,690992	,8086936	12
Resultados supra normais fim do ano	,04029527125855	,104312536887329	12
Valor Residual	1,07854434877250	1,734774286041599	12

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,928 ^a	,862	,810	1,2848984	1,209
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	82,549	3	27,516	16,667	,001 ^a
	Residual	13,208	8	1,651		
	Total	95,756	11			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-1,407	,951		-1,480	,177	-3,599	,785
	Book value inicio ano	2,738	,541	,750	5,062	,001	1,491	3,985
	Resultados supra normais fim do ano	3,218	6,207	,114	,518	,618	-11,096	17,531
	Valor Residual	,380	,353	,224	1,077	,313	-,434	1,194
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 6 – Regressão dos preços das acções para o ano 2005 (Curto prazo=1 ano)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	4,394993	2,7561449	15
Book value inicio ano	1,552767	,8722563	15
Resultados supra normais fim do ano	,13719997180101	,160678213247725	15
Valor Residual	2,48476330753911	2,823611228044380	15

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,854 ^a	,730	,656	1,6160342	1,871
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	77,621	3	25,874	9,907	,002 ^a
	Residual	28,727	11	2,612		
	Total	106,349	14			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-1,342	1,136		-1,181	,262	-3,844	1,159
	Book value inicio ano	2,779	,556	,880	5,002	,000	1,556	4,002
	Resultados supra normais fim do ano	-10,792	9,264	-,629	-1,165	,269	-31,181	9,598
	Valor Residual	1,168	,544	1,197	2,147	,055	-,029	2,366
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 7 – Regressão dos preços das acções para o ano 2006 (Curto prazo=1 ano)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	6,152618	2,7296161	11
Book value inicio ano	1,83134	,968103	11
Resultados supra normais fim do ano	,12685363597476	,136244404125039	11
Valor Residual	2,34357971043422	2,322435003741223	11

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,878 ^a	,770	,671	1,5645642	1,445
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	57,373	3	19,124	7,813	,012 ^a
	Residual	17,135	7	2,448		
	Total	74,508	10			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	,199	1,339		,149	,886	-2,967	3,366
	Book value inicio ano	2,309	,549	,819	4,207	,004	1,011	3,606
	Resultados supra normais fim do ano	3,580	4,883	,179	,733	,487	-7,966	15,126
	Valor Residual	,542	,301	,462	1,803	,114	-,169	1,254
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 8 – Regressão dos preços das acções para o ano 2007 (Curto prazo=1 ano)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	7,024094	3,9656042	16
Book value inicio ano	2,060606	1,1520078	16
Resultados supra normais fim do ano	,10932964228728	,142841406744431	16
Valor Residual	1,83157793431027	1,686724068675366	16

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,855 ^a	,731	,664	2,2999379	1,809
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	172,414	3	57,471	10,865	,001 ^a
	Residual	63,477	12	5,290		
	Total	235,890	15			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	,363	1,301		,279	,785	-2,472	3,199
	Book value inicio ano	2,586	,532	,751	4,859	,000	1,427	3,746
	Resultados supra normais fim do ano	5,532	5,594	,199	,989	,342	-6,656	17,720
	Valor Residual	,397	,483	,169	,821	,427	-,656	1,449
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 9 – Regressão dos preços das acções para o ano 2008 (Curto prazo=1 ano)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	4,514	3,4545	17
Book value inicio ano	2,141676	1,3373460	17
Resultados supra normais fim do ano	,11502264901314	,157678840656705	17
Valor Residual	2,27150616531476	2,211724459784413	17

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,809 ^a	,654	,575	2,2532	1,944
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	124,933	3	41,644	8,202	,003 ^a
	Residual	66,002	13	5,077		
	Total	190,935	16			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais fim do ano						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-,352	1,194		-,295	,773	-2,932	2,228
	Book value inicio ano	1,282	,436	,496	2,941	,011	,340	2,223
	Resultados supra normais fim do ano	5,391	7,972	,246	,676	,511	-11,832	22,614
	Valor Residual	,661	,566	,423	1,168	,264	-,561	1,883
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 10 – Regressão dos preços das acções para o ano 2000 (Curto prazo=2 anos)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	12,219042	17,0413717	12
Book value inicio ano	3,18313	2,610382	12
Resultados supra normais próximos dois anos	,31709089640438	,256038060333108	12
Valor Residual	4,85747685027277	5,730170505912274	12

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,988 ^a	,977	,968	3,0391759	2,246
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3120,599	3	1040,200	112,617	,000 ^a
	Residual	73,893	8	9,237		
	Total	3194,492	11			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	2,170	2,026		1,071	,315	-2,501	6,842
	Book value inicio ano	-,804	,477	-,123	-1,684	,131	-1,904	,297
	Resultados supra normais próximos dois anos	-18,487	7,327	-,278	-2,523	,036	-35,384	-1,590
	Valor Residual	3,802	,381	1,279	9,971	,000	2,923	4,682
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 11 – Regressão dos preços das acções para o ano 2001 (Curto prazo=2 anos)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	4,325614	3,2818784	14
Book value inicio ano	2,577314	3,2643112	14
Resultados supra normais próximos dois anos	,08555176418712	,382933419595244	14
Valor Residual	1,16591273950217	2,288365311962412	14

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,909 ^a	,827	,775	1,5565063	2,012
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	115,792	3	38,597	15,932	,000 ^a
	Residual	24,227	10	2,423		
	Total	140,019	13			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-,780	,852		-,915	,382	-2,679	1,120
	Book value inicio ano	1,241	,195	1,234	6,373	,000	,807	1,675
	Resultados supra normais próximos dois anos	-,474	1,875	-,055	-,253	,805	-4,653	3,705
	Valor Residual	1,670	,332	1,165	5,029	,001	,930	2,410
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 12 – Regressão dos preços das acções para o ano 2002 (Curto prazo=2 anos)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	3,525238	2,6214874	13
Book value inicio ano	1,607485	,9330577	13
Resultados supra normais próximos dois anos	,09319395413935	,318834862613209	13
Valor Residual	,91936945686230	2,655868865499686	13

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,861 ^a	,742	,655	1,5388498	2,401
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	61,154	3	20,385	8,608	,005 ^a
	Residual	21,313	9	2,368		
	Total	82,466	12			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-,284	,962		-,295	,775	-2,461	1,894
	Book value inicio ano	2,148	,556	,765	3,865	,004	,891	3,405
	Resultados supra normais próximos dois anos	3,557	1,746	,433	2,037	,072	-,393	7,508
	Valor Residual	,027	,227	,027	,117	,909	-,486	,540
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 13 – Regressão dos preços das acções para o ano 2003 (Curto prazo=2 anos)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	3,160447	2,5773497	15
Book value inicio ano	1,593093	,8371197	15
Resultados supra normais próximos dois anos	,10242654533890	,217417823997756	15
Valor Residual	1,25121836671960	1,277167734084158	15

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,911 ^a	,830	,783	1,2005799	2,481
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	77,143	3	25,714	17,840	,000 ^a
	Residual	15,855	11	1,441		
	Total	92,998	14			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-1,237	,694		-1,782	,102	-2,765	,291
	Book value inicio ano	2,867	,435	,931	6,590	,000	1,910	3,825
	Resultados supra normais próximos dois anos	,486	1,705	,041	,285	,781	-3,266	4,237
	Valor Residual	-,176	,301	-,087	-,586	,570	-,839	,486
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 14 – Regressão dos preços das acções para o ano 2004 (Curto prazo=2 anos)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	3,762608	2,9504430	12
Book value inicio ano	1,690992	,8086936	12
Resultados supra normais próximos dois anos	,11413158748856	,214872439817469	12
Valor Residual	1,00470803254250	1,630368506048237	12

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,927 ^a	,859	,806	1,2983002	1,168
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	82,272	3	27,424	16,270	,001 ^a
	Residual	13,485	8	1,686		
	Total	95,756	11			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-1,502	,955		-1,572	,155	-3,704	,701
	Book value inicio ano	2,781	,556	,762	5,000	,001	1,498	4,064
	Resultados supra normais próximos dois anos	1,078	3,751	,078	,287	,781	-7,572	9,727
	Valor Residual	,436	,462	,241	,944	,373	-,629	1,502
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 15 – Regressão dos preços das acções para o ano 2005 (Curto prazo=2 anos)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	4,394993	2,7561449	15
Book value inicio ano	1,552767	,8722563	15
Resultados supra normais próximos dois anos	,30251258315316	,328676747586124	15
Valor Residual	2,31945069618695	2,663618776624518	15

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,875 ^a	,765	,701	1,5069285	1,975
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	81,370	3	27,123	11,944	,001 ^a
	Residual	24,979	11	2,271		
	Total	106,349	14			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-1,653	1,086		-1,522	,156	-4,043	,738
	Book value inicio ano	3,069	,564	,971	5,441	,000	1,827	4,310
	Resultados supra normais próximos dois anos	-7,580	4,421	-,904	-1,715	,114	-17,311	2,150
	Valor Residual	1,542	,569	1,490	2,708	,020	,288	2,795
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 16 – Regressão dos preços das acções para o ano 2006 (Curto prazo=2 anos)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	6,152618	2,7296161	11
Book value inicio ano	1,83134	,968103	11
Resultados supra normais próximos dois anos	,26568861514832	,246919714291580	11
Valor Residual	2,2047447312607	2,24256463085858	11

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
dimension0 1	,882 ^a	,778	,683	1,5358723	1,479
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	57,996	3	19,332	8,195	,011 ^a
	Residual	16,512	7	2,359		
	Total	74,508	10			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a							
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta		Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	,002	1,324		,001	,999	-3,130 3,134
	Book value inicio ano	2,357	,527	,836	4,472	,003	1,111 3,604
	Resultados supra normais próximos dois anos	2,754	2,629	,249	1,048	,330	-3,462 8,969
	Valor Residual	,500	,299	,411	1,673	,138	-,207 1,206
a. Dependent Variable: Preço							

ANEXO 17 – Regressão dos preços das acções para o ano 2007 (Curto prazo=2 anos)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	7,024094	3,9656042	16
Book value inicio ano	2,060606	1,1520078	16
Resultados supra normais próximos dois anos	,23908645265492	,251615388010699	16
Valor Residual	1,70182112394263	1,598658558859233	16

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,856 ^a	,732	,665	2,2942129	1,793
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	172,729	3	57,576	10,939	,001 ^a
	Residual	63,161	12	5,263		
	Total	235,890	15			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	,360	1,298		,277	,786	-2,468	3,187
	Book value inicio ano	2,536	,524	,737	4,838	,000	1,394	3,679
	Resultados supra normais próximos dois anos	3,660	3,303	,232	1,108	,290	-3,536	10,855
	Valor Residual	,331	,527	,133	,628	,542	-,817	1,478
a. Dependent Variable: Preço								

ANEXO 18 – Regressão dos preços das acções para o ano 2008 (Curto prazo=2 anos)

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Preço	4,514	3,4545	17
Book value inicio ano	2,141676	1,3373460	17
Resultados supra normais próximos dois anos	,24507887732540	,306330451108841	17
Valor Residual	2,14144993700250	2,067499113912899	17

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,805 ^a	,648	,567	2,2733	1,966
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos					
b. Dependent Variable: Preço					

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	123,750	3	41,250	7,982	,003 ^a
	Residual	67,185	13	5,168		
	Total	190,935	16			
a. Predictors: (Constant), Valor Residual, Book value inicio ano, Resultados supra normais próximos dois anos						
b. Dependent Variable: Preço						

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95,0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-,346	1,206		-,287	,779	-2,950	2,259
	Book value inicio ano	1,248	,438	,483	2,853	,014	,303	2,194
	Resultados supra normais próximos dois anos	2,300	4,894	,204	,470	,646	-8,273	12,872
	Valor Residual	,758	,724	,453	1,047	,314	-,805	2,321
a. Dependent Variable: Preço								